

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Le présent projet de note en réponse n'est pas destiné à être diffusé dans les pays autres que la France

PROJET DE NOTE D'INFORMATION

ÉTABLI PAR LA SOCIÉTÉ

NextStage

EN RÉPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE ALTERNATIVE D'ACHAT ET D'ÉCHANGE
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ NEXTSTAGE INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ

NEXTSTAGE EVERGREEN



Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 27 juillet 2022, conformément aux articles 231-19 et 231-26 de son règlement général.

L'Offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet FINEXSI agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent Projet de Note en Réponse.

Le Projet de Note en Réponse est disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de NextStage SCA (sca.nextstage.com) et peut être obtenu sans frais sur simple demande auprès de NextStage SCA (19 avenue George V – 75008 Paris).

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de NextStage SCA seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre selon les mêmes modalités.

Un communiqué sera diffusé, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Le présent projet de note en réponse n'est pas destiné à être diffusé dans les pays autres que la France

SOMMAIRE

1.	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE	1
1.1.	Présentation de l'Offre.....	1
1.2.	Rappel des principaux termes de l'Offre	2
1.3.	Contexte et motifs de l'Offre	3
1.3.1.	Contexte de l'Offre	3
1.3.2.	Motifs de l'offre.....	3
2.	AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL DE SURVEILLANCE	5
2.1.	Composition du Conseil de surveillance.....	5
2.2.	Avis motivé du Conseil de surveillance.....	6
3.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE ET INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES	10
4.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	11
5.	ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	12
5.1.	Structure du capital de la Société.....	12
5.2.	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions ou les clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce	13
5.3.	Participations directes et indirectes au capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissements de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres en application des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce	13
5.4.	Liste des détenteurs de titres NextStage SCA comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci.....	13
5.5.	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	13
5.6.	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et l'exercice des droits de vote	14
5.7.	Règles applicables à la nomination et au remplacement de la gérance ainsi qu'à la modification des statuts de la Société.....	14
5.8.	Pouvoirs du Conseil de surveillance et de la gérance, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions	14
5.9.	Accords conclus par la Société étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	16
5.10.	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil de surveillance ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange	16
6.	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT.....	16
7.	MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ.....	16
8.	PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITÉ DU PROJET DE NOTE EN RÉPONSE	16

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Le présent projet de note en réponse n'est pas destiné à être diffusé dans les pays autres que la France

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1. Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 231-13 et 232-1 du règlement général de l'AMF, NextStage EverGreen, une société en commandite par actions à capital variable dont le siège social est situé 19, avenue George V – 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 914 547 708 (« **NextStage EverGreen** » ou l'« **Initiateur** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de NextStage SCA, une société en commandite par actions au capital de 8.259.480 euros, divisé en 2.073.622 actions ordinaires et 679.538 actions de préférence de catégorie C sans droit de vote attaché (les « **ADP C** ») dont le siège social est situé 19, avenue George V – 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 810 875 039 et dont les actions ordinaires sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext** ») – compartiment B – sous le code ISIN FR0012789386 et le mnémonique NEXTS (« **NextStage SCA** » ou la « **Société** »), d'acquérir et/ou d'échanger la totalité des actions ordinaires NextStage SCA qu'ils détiennent dans le cadre d'une offre publique alternative d'achat et d'échange (l'« **Offre** »), dont les termes et conditions sont stipulés dans le projet de note d'information déposé par l'Initiateur le 27 juillet 2022 (le « **Projet de Note d'Information** »), qui pourra être suivie, le cas échéant, d'une procédure de retrait obligatoire conformément aux dispositions des articles 232-4 et 237-1 à 237-10 du règlement général de l'AMF.

L'Offre vise l'intégralité des actions ordinaires composant le capital social de NextStage SCA, en excluant les 6.345 actions auto-détenues par la Société au 21 juillet 2022 (les « **Actions Auto-détenues** ») que le Conseil de surveillance de la Société réuni le 25 juillet 2022 a décidé de ne pas apporter à l'Offre¹, soit, sur la base du capital social de la Société au 21 juillet 2022, 2.067.277 actions ordinaires NextStage SCA.

L'Offre ne porte pas sur les ADP C qui, aux termes de leur contrat de gestion, sont incessibles au bénéficiaire de l'Initiateur, ni sur les actions ordinaires qui seraient susceptibles d'être émises à raison de la conversion des ADP C, aucune ADP C ne pouvant faire l'objet d'une demande de conversion avant la clôture de l'Offre et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte conformément à l'article 9.4.4 des statuts de la Société.

L'Offre est composée :

- d'une offre publique d'échange aux termes de laquelle les actionnaires de NextStage SCA pourront échanger une (1) action ordinaire NextStage SCA contre une (1) action ordinaire nouvelle de NextStage EverGreen (l'« **Offre Publique d'Échange** ») ;
- d'une offre publique d'achat aux termes de laquelle les actionnaires de NextStage SCA pourront céder les actions ordinaires qu'ils détiennent au prix unitaire de 108,00 euros par action ordinaire NextStage SCA (l'« **Offre Publique d'Achat** »).

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée par BNP Paribas (l'« **Établissement Présentateur** » ou « **BNP Paribas** »), qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

¹ Étant précisé que la Société a décidé de suspendre le contrat de liquidité et le mandat d'achat conclus avec ODDO BHF à compter de la date du dépôt du projet d'Offre.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Le présent projet de note en réponse n'est pas destiné à être diffusé dans les pays autres que la France

1.2. Rappel des principaux termes de l'Offre

L'Offre revêt un caractère volontaire et sera réalisée selon la procédure normale, conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF et sera ouverte pour une durée de vingt-cinq (25) jours de négociation.

Conformément aux dispositions de l'article 232-4 du règlement général de l'AMF, si l'Offre connaît une suite positive, elle sera automatiquement réouverte dans les dix (10) jours de négociation suivant la publication du résultat définitif de l'Offre, dans des termes identiques à ceux de l'Offre (l'« **Offre Réouverte** »). L'AMF publiera un calendrier relatif à l'Offre Réouverte.

Toutefois, l'Initiateur se réserve la possibilité, dans l'hypothèse où il serait en mesure et déciderait de mettre en œuvre un retrait obligatoire directement à l'issue de l'Offre dans les conditions des articles 232-4 et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de demander à l'AMF de mettre en œuvre un tel retrait obligatoire dans les dix (10) jours de négociation à compter de la publication de l'avis de résultat de l'Offre. Dans une telle hypothèse, l'Offre ne serait pas réouverte.

En application des articles L. 433-4, II du Code monétaire et financier et 232-4 et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a indiqué avoir l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de dix (10) jours de négociation à compter de la publication du résultat de l'Offre ou, le cas échéant, dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre Réouverte, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions ordinaires NextStage SCA non présentées à l'Offre, dans le cas où le nombre d'actions ordinaires NextStage SCA non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société (autres que les Actions Auto-détenues) ne représenteraient pas, à l'issue de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, plus de 10 % du capital et des droits de votes de la Société.

L'Offre est soumise au seuil de caducité visé à l'article 231-9, I du règlement général de l'AMF, tel que décrit à la section 2.4 « *Seuil de caducité* » du Projet de Note d'Information. L'Offre inclut également un seuil de renonciation, conformément à l'article 231-9, II du règlement général de l'AMF, tel que précisé à la section 2.5 « *Seuil de renonciation* » du Projet de Note d'Information (étant précisé que l'Initiateur s'est réservé le droit de renoncer à cette condition jusqu'au jour de la publication par l'AMF du résultat définitif de l'Offre).

Les restrictions concernant l'Offre à l'étranger décrites à la section 2.14 « *Restrictions concernant l'Offre à l'étranger* » du Projet de Note d'Information s'appliquent au Projet de Note en Réponse.

L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation à partir d'un pays où l'Offre fait l'objet de restrictions. En conséquence, les personnes venant à entrer en possession du Projet de Note d'Information et/ou du Projet de Note en Réponse sont tenues de se renseigner sur les restrictions qui leur sont éventuellement applicables et de s'y conformer. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière et/ou de valeurs mobilières dans certaines de ces juridictions.

La Société décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des règles et restrictions qui lui sont applicables.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Le présent projet de note en réponse n'est pas destiné à être diffusé dans les pays autres que la France

1.3. Contexte et motifs de l'Offre

1.3.1. Contexte de l'Offre

NextStage SCA a été constituée le 26 mars 2015.

L'associé commandité de NextStage SCA est la société NextStage Partners, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 19, avenue George V, 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro 809 340 961 R.C.S. Paris. NextStage Partners est contrôlée par MM. Grégoire SENTILHES et Jean-David HAAS qui détiennent collectivement, directement et indirectement, 75 % de son capital et de ses droits de vote.

Le gérant de NextStage SCA est la société NextStage AM et ce depuis le 11 juin 2015. NextStage AM est une société par actions simplifiée au capital de 278.240 euros, dont le siège social est situé 19, avenue George V, 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro 442 666 830 R.C.S. Paris. NextStage AM est contrôlée par MM. Grégoire SENTILHES et Jean-David HAAS, qui ont été rejoints en 2008 par MM. Nicolas de SAINT-ETIENNE et Aloys de FONTAINES puis M. Michael STRAUSS-KAHN en 2009 et M. Julien POTIER en 2011, qui détiennent collectivement à la date du Projet de Note en Réponse, directement et indirectement, 74,8 % de son capital et de ses droits de vote. La société AMUNDI détient 12,6 % de son capital et de ses droits de vote.

Le comité ad hoc, désigné par le Conseil de surveillance de la Société du 16 mars 2022, s'est réuni le 27 mars 2022 afin de recommander au Conseil de surveillance la désignation du cabinet FINEXSI en qualité d'expert indépendant chargé d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et son caractère équitable pour les actionnaires de la Société. Le Conseil de surveillance de la Société s'est réuni le 18 mai 2022 afin de confirmer la désignation du cabinet FINEXSI, représenté par M. Olivier PERONNET, avec pour mission de procéder à une expertise indépendante en application des dispositions des articles 261-1, I, 2° et 4° et 261-1, II du règlement général de l'AMF.

1.3.2. Motifs de l'offre

L'Offre a pour objet de permettre à NextStage SCA de pérenniser son modèle de société d'investissement « *evergreen* » et d'accélérer son développement futur.

En effet, la Société prend des positions minoritaires ou de référence dans des opérations de capital-développement et accompagne sur le plan stratégique et opérationnel des entrepreneurs ayant pour ambition de faire de leur Entreprise de Taille Moyenne (ETM) des champions de leur marché. NextStage SCA permet ainsi aux investisseurs de bénéficier du potentiel de création de valeur offert par l'investissement de long terme dans les ETM de croissance dynamique de l'économie française et européenne, grâce à un positionnement différenciant à travers une stratégie d'investissement ciblant quatre tendances de fonds : (i) l'économie portée par la valeur de nos émotions et la qualité de l'expérience client, (ii) l'économie à la demande et l'économie du partage, (iii) l'internet industriel et (iv) l'économie positive (ou croissance verte). Cette politique d'investissement a permis à la Société de porter son actif net réévalué (ANR) à 241,5 millions d'euros au 31 mars 2022.

NextStage SCA est assimilable à un véhicule d'investissement dit « *evergreen* » qui n'a pas de maturité et dont l'objectif est de réaliser une performance régulière sur la durée en faisant croître la valeur de l'actif net réévalué.

Or, depuis son introduction en bourse, l'action NextStage SCA a connu une sous-performance par rapport aux marchés actions sur la même période caractérisée par la formation graduelle d'une décote importante du cours de bourse par rapport à son actif net réévalué et ce malgré la progression et la résilience de son actif net réévalué. Cette décote, bien qu'inférieure à celle d'autres sociétés

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Le présent projet de note en réponse n'est pas destiné à être diffusé dans les pays autres que la France

d'investissement comparables, n'a eu de cesse d'augmenter depuis l'introduction en bourse, rendant plus difficile la gestion des fonds propres de la Société.

Au regard de cette décote, de la faible liquidité du titre et des coûts induits par la cotation, la Société considère que cette dernière ne se justifie plus. Au travers de l'Offre Publique d'Échange, il est ainsi proposé à tous ses actionnaires la poursuite de l'activité dans le cadre d'une nouvelle société non cotée, NextStage EverGreen, tout en conservant la stratégie actuelle et une gouvernance dont il est envisagé qu'elle reflète largement la composition de l'actionnariat de l'Initiateur à l'issue de l'Offre et du retrait obligatoire.

NextStage EverGreen :

- (i) reprend tous les actifs et passifs de la Société à travers une fusion-absorption de la Société par NextStage Evergreen (décrite à la section 1.3.7 « *Perspective ou non d'une fusion* » du Projet de Note d'Information) qui aura lieu à l'issue de l'Offre et du retrait obligatoire (la « **Fusion** ») ;
- (ii) reprend la forme sociale d'une société en commandite par actions avec le même gérant et des dispositions statutaires substantiellement similaires à celles de la Société concernant la gérance et la gouvernance de la société par rapport à NextStage SCA ;
- (iii) adopte également le statut de Société de Capital Risque (SCR) qui permet d'exercer son activité dans un cadre fiscal adapté ; et
- (iv) pour pallier à l'absence de liquidité de l'action, intrinsèque à une société non cotée, engagera, sous réserve de l'existence d'un bénéfice distribuable et de l'accord des organes de gouvernance, une politique de distribution de l'ordre de 25 % des plus-values annuelles réalisées sur ses sorties, d'une part, et fera bénéficier ses actionnaires d'un mécanisme statutaire de liquidité en fonction de la durée de détention afin de favoriser l'engagement à long terme de ses actionnaires, d'autre part.

NextStage EverGreen estime que le retrait de la cotation de la Société permettra d'accélérer son développement futur en facilitant notamment les levées de fonds à venir et sera ainsi bénéfique à tous les actionnaires qui échangeront leurs titres. En vue de cette accélération et en complément de la récente augmentation de capital souscrite par Pépites et Territoires 1, fonds professionnel de capital investissement géré par NextStage AM (« **Pépites et Territoires** ») (décrite à la section 2.13.2 « *Mode de financement de l'Offre* » du Projet de Note d'Information), la gérance de NextStage EverGreen a l'intention de proposer aux actionnaires autres que Pépites et Territoires, à l'issue de la Fusion, une nouvelle levée de fonds au prix de l'Offre Publique d'Achat pour un montant global maximum équivalent à celui souscrit par Pépites et Territoires.

L'Offre fait l'objet d'engagements d'apport à l'Offre Publique d'Échange portant sur un nombre total d'actions représentant 87,96 % du capital de la Société.

Compte tenu du fait que les actions NextStage Evergreen remises dans le cadre de l'Offre Publique d'Échange ne seront pas admises aux négociations, l'Offre comporte également une branche alternative en numéraire qui permet de fournir une liquidité, dans des termes économiques équivalents à ceux de l'Offre Publique d'Échange, aux actionnaires qui ne souhaiteraient pas participer à la poursuite de l'activité dans un cadre non coté, pour toute ou partie de leur participation.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Le présent projet de note en réponse n'est pas destiné à être diffusé dans les pays autres que la France

2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL DE SURVEILLANCE

2.1. Composition du Conseil de surveillance

A la date du Projet de Note en Réponse, le Conseil de surveillance de la Société est composé de :

- M. Thierry ORTMANS, Président du Conseil de surveillance ;
- Matignon Développement 3, représenté par Mme. Fanny GAMA LUIS, membre du Conseil de surveillance ;
- M. Jean-François SAMMARCELLI, membre du Conseil de surveillance ;
- M. Xavier COLLOT, membre du Conseil de surveillance ;
- Mme. Valérie CHAPOULAUD-FLOQUET, membre du Conseil de surveillance ;
- M. Arnaud BENOIT, membre du Conseil de surveillance ;
- Mme. Sophie MIDY, membre du Conseil de surveillance ;
- Mme. Corinne CALENDINI, membre du Conseil de surveillance ;
- M. Patrice COUVEGNES, membre du Conseil de surveillance ;
- Temaris, représentée par M. Gilles PAGNIEZ, censeur ;
- M. Philippe BRESSON, censeur.

Conformément aux dispositions de l'article 261-1, III du règlement général de l'AMF, le Conseil de surveillance a décidé le 16 mars 2022 la constitution d'un comité *ad hoc* avec pour missions (i) de formuler une recommandation au Conseil de surveillance sur le choix de l'expert indépendant, (ii) d'assurer la supervision de ses travaux, et (iii) de préparer le projet d'avis motivé du Conseil de surveillance sur le projet d'Offre.

Le comité *ad hoc* est composé des membres indépendants du Conseil de surveillance suivants :

- Mme. Valérie CHAPOULAUD-FLOQUET ;
- M. Patrice COUVEGNES ; et
- M. Jean-François SAMMARCELLI.

Le comité *ad hoc*, désigné par le Conseil de surveillance de la Société du 16 mars 2022, s'est réuni le 27 mars 2022 afin de recommander au Conseil de surveillance la désignation du cabinet FINEXSI en qualité d'expert indépendant chargé d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et son caractère équitable pour les actionnaires de la Société. Le Conseil de surveillance de la Société s'est réuni le 18 mai 2022 afin de confirmer la désignation du cabinet FINEXSI, représenté par M. Olivier PERONNET, avec pour mission de procéder à une expertise indépendante en application des dispositions des articles 261-1, I, 2° et 4° et 261-1, II du règlement général de l'AMF.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Le présent projet de note en réponse n'est pas destiné à être diffusé dans les pays autres que la France

2.2. Avis motivé du Conseil de surveillance

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil de surveillance de la Société se sont réunis le 25 juillet 2022, sur convocation de M. Thierry ORTMANS, président du Conseil de surveillance, à l'effet d'examiner le projet d'Offre et rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences du projet d'Offre pour la Société et ses actionnaires. Tous les membres du Conseil de surveillance étaient présents ou représentés. La séance était présidée par M. Thierry ORTMANS, président du Conseil de surveillance.

Un extrait du procès-verbal de cette réunion en date du 25 juillet 2022 et contenant l'avis motivé du Conseil de surveillance est reproduit ci-dessous :

*« Le Président rappelle les objectifs du projet Renaissance à savoir de permettre à la Société de pérenniser son modèle de société d'investissement « evergreen » et d'accélérer son développement futur en proposant à tous ses actionnaires la poursuite de l'activité dans le cadre d'une nouvelle société non cotée tout en conservant la stratégie actuelle avec une gouvernance dont il est envisagé qu'elle soit substantiellement similaire à celle actuellement en place. Ce projet serait réalisé au travers d'une offre publique volontaire réalisée selon la procédure normale et prenant la forme d'une offre publique alternative d'achat et d'échange (l'« **Offre** ») de NextStage EverGreen sur l'intégralité des actions ordinaires composant le capital social de la Société (les « **Actions** »), à l'exception des actions de préférence de catégorie C (les « **ADP C** ») et des actions auto-détenues par la Société (les « **Actions Auto-détenues** ») dans le cas où le Conseil déciderait de ne pas les apporter à l'Offre au terme de la présente réunion. En application de l'article 232-4 du règlement général de l'AMF, l'Offre sera réouverte dans les dix (10) jours de négociation suivant la publication du résultat définitif de l'Offre si elle connaît une suite positive, et ce pour une période d'au moins dix (10) jours de négociation (l'« **Offre Réouverte** »).*

Le Président indique en outre que NextStage EverGreen a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de dix (10) jours de négociation à compter de la publication du résultat de l'Offre ou, le cas échéant, dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre Réouverte, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire si le nombre d'Actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société (autres que les Actions auto-détenues) ne représentent pas, à l'issue de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société. Etant précisé que l'Offre ne sera pas réouverte si, à l'issue de l'Offre, le nombre d'Actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société (autres que les Actions auto-détenues) ne représentent pas plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société.

Le Président précise que l'Offre serait composée :

- *d'une offre publique d'échange aux termes de laquelle les actionnaires de la Société pourront échanger une (1) Action contre une (1) action ordinaire nouvelle de NextStage EverGreen (l'« **Offre Publique d'Échange** ») ; et*
- *d'une offre publique d'achat aux termes de laquelle les actionnaires de la Société pourront céder les actions ordinaires qu'ils détiennent au prix unitaire de 108,00 euros par action ordinaire NextStage SCA (l'« **Offre Publique d'Achat** »).*

Le Président précise à titre indicatif que, pour les actionnaires qui ne souhaiteraient pas participer à l'Offre Publique d'Échange, le prix proposé par Action dans le cadre de l'Offre Public d'Achat représente une prime de 23,4 % par rapport au cours de clôture de l'action NextStage SCA au 18 juillet 2022 et de 23,5 % par rapport au cours moyen 3 mois pondéré par les volumes au 18 juillet 2022.

Le Président rappelle qu'un expert indépendant devait être désigné par le Conseil dans le contexte de l'Offre, conformément aux dispositions des articles 261-1, I, 2° et 4° et 261-1, II du règlement général

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Le présent projet de note en réponse n'est pas destiné à être diffusé dans les pays autres que la France

de l'AMF, compte-tenu de l'identité de gérant entre la Société et NextStage EverGreen et des engagements d'apport à l'Offre.

*Conformément aux recommandations de l'AMF, le Président rappelle que le Conseil a institué le 16 mars 2022 un comité ad hoc (le « **Comité Ad Hoc** »), composé de Madame Valérie Chapoulaud-Floquet, Monsieur Jean-François Sammarcelli et Monsieur Patrice Couvègues, tous membres indépendants du Conseil, aux fins de proposer au Conseil un expert indépendant, puis superviser ses travaux et, plus généralement, les travaux devant mener à la réalisation de l'Offre.*

Le Président rappelle ensuite qu'après consultation de plusieurs experts potentiels, le Comité Ad Hoc avait proposé au Conseil de désigner le cabinet FINEXSI, représenté par Monsieur Olivier Peronnet, en qualité d'expert indépendant, ce dernier ayant déjà agi à de nombreuses reprises en qualité d'expert indépendant dans le cadre d'opérations similaires. Le cabinet FINEXSI avait au préalable confirmé qu'il présentait les garanties d'indépendance requises par la réglementation et qu'aucun conflit d'intérêts ne s'opposait à sa désignation.

Suivant la recommandation du Comité Ad Hoc en date du 27 mars 2022, le Président rappelle que le Conseil avait confirmé le 18 mai 2022 la désignation du cabinet FINEXSI, représenté par Monsieur Olivier Peronnet, en qualité d'expert indépendant à l'effet d'attester de l'équité des conditions financières de l'Offre et d'assister le Conseil dans l'appréciation de ses termes, dans la mesure où la compétence, les moyens et la réputation professionnelle de ce cabinet paraissaient appropriés à la mission qui devait lui être confiée en application de la réglementation.

Conformément à la réglementation applicable, le Président indique au Conseil que la Société a communiqué toutes les informations en sa possession, quelle qu'en soit la source, utiles à la bonne réalisation de la mission de l'expert indépendant.

Il souligne en particulier que :

- le 8 juin 2022, une réunion entre les membres du Comité Ad Hoc et l'expert indépendant s'est tenue au cours de laquelle l'expert indépendant a fait une présentation synthétique de ses travaux d'évaluation et de son projet de rapport ;*
- le 25 juillet 2022, une réunion entre les membres du Comité Ad Hoc et l'expert indépendant s'est à nouveau tenue au cours de laquelle l'expert indépendant a confirmé au Comité Ad Hoc avoir reçu toutes les informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission. Il a envoyé le contenu de son rapport final intégrant la méthodologie retenue et la conclusion de celui-ci. Il a précisé qu'il concluait au caractère équitable des conditions financières de l'Offre, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire. Le Comité Ad Hoc a ensuite finalisé sa recommandation au Conseil.*

Le Président fait part au Conseil de la recommandation du Comité Ad Hoc :

- Le Comité Ad Hoc a pris acte des intentions et objectifs ainsi que des éléments d'appréciation du prix présentés dans le projet de note d'information de Nexstage EverGreen et du rapport final de l'expert indépendant qui conclut au caractère équitable d'un point de vue financier des termes de l'Offre, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire ; et*
- Le Comité Ad Hoc a examiné l'intérêt de l'Offre pour la Société et pour les actionnaires et a considéré qu'elle était conforme aux intérêts de la Société et de ses actionnaires. En conséquence, à la suite de sa réunion du 25 juillet 2022 il recommande au Conseil de surveillance de se prononcer en ce sens.*

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Le présent projet de note en réponse n'est pas destiné à être diffusé dans les pays autres que la France

Le Président donne ensuite la parole à Monsieur Olivier Peronnet représentant le cabinet FINEXSI qui présente le rapport final qui conclut au caractère équitable, pour les actionnaires de la Société, (i) de la parité d'échange d'une (1) action NextStage EverGreen pour une (1) Action de la Société apportée dans le cadre de l'Offre Publique d'Échange et (ii) du prix de 108,00 euros par Action apportée dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat.

Le Président indique aux membres du Conseil qu'il leur incombe, en application de l'article 231-19, 4° du règlement général de l'AMF, d'examiner le projet d'Offre et de statuer formellement, par avis motivé, sur l'intérêt de l'Offre et les conséquences de celle-ci pour la Société et ses actionnaires.

Le Président propose donc aux membres du Conseil (i) d'examiner les conditions du projet d'Offre et (ii) de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société et ses actionnaires.

Préalablement à la réunion, les membres du Conseil ont eu communication :

- *du projet de note d'information établi par NextStage EverGreen contenant les caractéristiques du projet d'Offre, notamment les motifs et intentions de l'Initiateur ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par BNP Paribas en sa qualité d'établissement présentateur de l'Offre (le « **Projet de Note d'Information** »),*
- *du projet de document « autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de NextStage EverGreen » et du projet de document d'exemption établi par NextStage EverGreen à l'occasion de l'Offre, qui en constitue une annexe ;*
- *du rapport final de l'expert indépendant, qui conclut au caractère équitable, pour les actionnaires de la Société, de la parité d'échange d'une (1) action NextStage EverGreen pour une (1) Action de la Société apportée dans le cadre de l'Offre Publique d'Échange et du prix de 108,00 euros par Action apportée dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat ;*
- *du projet de note en réponse établi par la Société (le « **Projet de Note en Réponse** »), et*
- *du projet de communiqué de presse normé relatif au Projet de Note en Réponse établi par la Société en application de l'article 231-26 du règlement général de l'AMF.*

Le Président répond aux questions des membres du Conseil sur ces documents. Une discussion sur le projet d'Offre s'instaure entre les membres du Conseil, notamment sur les intentions de NextStage EverGreen figurant dans le Projet de Note d'Information et les conséquences de l'Offre pour la Société et ses actionnaires.

A cet égard et à l'exception de Monsieur Philippe Bresson, censeur, qui a fait part de son intention d'apporter les actions NextStage SCA qu'il détient à l'Offre Publique d'Achat, les membres du Conseil qui détiennent des actions NextStage SCA indiquent qu'ils ont l'intention de les apporter à l'Offre Publique d'Échange.

Après en avoir délibéré, le Conseil, à l'unanimité de ses membres :

au vu des documents susvisés,

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Le présent projet de note en réponse n'est pas destiné à être diffusé dans les pays autres que la France

constate que :

- *l'Offre Publique d'Échange permet aux actionnaires minoritaires de la Société d'apporter leurs actions en échange d'actions NextStage selon un rapport d'une (1) action NextStage EverGreen pour une (1) Action de la Société apportée et de proposer aux actionnaires la poursuite de l'activité de la Société dans le cadre d'une nouvelle société non cotée tout en conservant la stratégie actuelle avec une gouvernance dont il est envisagé qu'elle soit substantiellement similaire à celle actuellement en place ;*
- *à titre indicatif, le prix proposé dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat de 108,00 euros par Action représente une prime de 23,4 % par rapport au cours de clôture du 18 juillet 2022 et de 23,5 % par rapport au cours moyen 3 mois pondéré par les volumes au 18 juillet 2022 ;*
- *l'Offre porte sur la totalité des Actions qui sont d'ores et déjà émises, à l'exception des Actions auto-détenues par la Société, soit, sur la base de la répartition du capital social entre les principaux actionnaires de la Société au 21 juillet 2022, un nombre maximum de 2.067.277 Actions visées par l'Offre ;*
- *l'Offre ne porte pas sur les 679.538 ADP C qui, aux termes de leur contrat de gestion, ne peuvent être transférées à NextStage EverGreen, ni sur les actions ordinaires qui seraient susceptibles d'être émises à raison de la conversion des ADP C, étant précisé qu'aucune ADP C ne peut être exercée avant la clôture de l'Offre ;*
- *l'Offre serait caduque si, à sa clôture, NextStage EverGreen venait à ne pas détenir au moins 50 % du capital ou des droits de vote de la Société ;*
- *NextStage EverGreen s'est réservée la faculté de renoncer à l'Offre jusqu'au jour de la publication par l'AMF du résultat définitif de l'Offre, en cas de non-atteinte du seuil de 2/3 du capital social et des droits de vote de la Société sur une base entièrement diluée ;*
- *l'Offre a d'ores et déjà été validée par une large majorité des actionnaires de la Société qui a souscrit des engagements d'apport à l'Offre Publique d'Échange portant sur un nombre total d'actions représentant 87,96 % du capital de la Société ;*
- *dans le cadre de ses intentions pour les 12 mois à venir, tels qu'indiqués dans le Projet de Note d'Information :*
 - *NextStage EverGreen envisage la fusion-absorption de NextStage SCA (la « **Fusion** ») dont la réalisation est conditionnée à la réalisation de l'Offre et à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire conformément aux articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF ;*
 - *à l'issue de la Fusion, NextStage EverGreen souhaite poursuivre la stratégie de NextStage SCA telle qu'évoquée dans le Projet de Note d'Information ;*
 - *NextStage EverGreen a annoncé son intention de demander la mise en œuvre d'un retrait obligatoire conformément aux articles L. 433-4 du code monétaire et financier, 232-4 et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF ;*
 - *l'Initiateur n'anticipe pas la réalisation de synergies de coûts ou de revenus avec la Société, autres que les économies résultant d'une sortie de cote de la Société dans l'hypothèse où l'Offre ou, le cas échéant, l'Offre Réouverte, serait suivie d'un retrait obligatoire ;*

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Le présent projet de note en réponse n'est pas destiné à être diffusé dans les pays autres que la France

- *sous réserve de l'existence d'un bénéfice distribuable au titre de chaque exercice annuel et de l'approbation successive du conseil de surveillance puis de l'assemblée générale annuelle de l'Initiateur, l'objectif de l'Initiateur est de distribuer chaque année un montant de l'ordre de 25 % des plus-values de sortie des investissements réalisées au cours de l'exercice considéré.*

confirme avoir pu prendre pleine et entière connaissance de l'ensemble des documents remis par le Président,

approuve l'Offre aux conditions prévues dans les documents mentionnés ci-dessus,

considère que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société et de ses actionnaires, et

décide en conséquence d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté.

Le Conseil, à l'unanimité de ses membres :

recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre Publique d'Échange,

décide de ne pas apporter à l'Offre les 6.345 Actions auto-détenues au 21 juillet 2022 dans le cadre du programme de rachat d'actions mis en place par la Société et du contrat de liquidité conclu avec ODDO BHF,

approuve la suspension du mandat d'achat et du contrat de liquidité conclus avec ODDO BHF, à compter du 27 juillet 2022 et jusqu'à la clôture de l'Offre, conformément à l'article 5 de la décision AMF n° 2021-01 du 22 juin 2021 relative au renouvellement de l'instauration des contrats de liquidité sur titres de capital au titre de pratique de marché admise et donne tous pouvoirs au Gérant à l'effet de procéder à la suspension de l'exécution du mandat d'achat et du contrat de liquidité selon ce même calendrier et pour adresser tout courrier ou effectuer toute démarche à cet effet,

donne tous pouvoirs au Gérant à l'effet de finaliser le Projet de Note en Réponse relatif à l'Offre, ainsi que tout autre document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre, et notamment le document « autres informations » présentant les caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de la Société devant être déposé auprès de l'AMF et publié conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, et plus généralement prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires à la réalisation de l'Offre, et

approuve, en tant que de besoin, les termes du communiqué devant être diffusé à la suite de la présente réunion ».

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE ET INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES

Conformément à l'avis motivé approuvant l'Offre et recommandant aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre Publique d'Échange et exprimé par son Conseil de surveillance et à l'exception de M. Philippe BRESSON, censeur, qui a fait part de son intention d'apporter les actions ordinaires NextStage SCA qu'il détient à l'Offre Publique d'Achat, les membres du Conseil de surveillance ont fait part de leur intention d'apporter à l'Offre Publique d'Échange l'intégralité des actions ordinaires NextStage SCA qu'ils détiennent.

Au 21 juillet 2022, la Société détient 6.345 de ses propres actions pour lesquelles elle a fait part de son intention de ne pas les apporter à l'Offre.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Le présent projet de note en réponse n'est pas destiné à être diffusé dans les pays autres que la France

4. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

Aux termes d'engagements d'apport conclus avec NextStage EverGreen, certains actionnaires de la Société se sont engagés à apporter à l'Offre Publique d'Échange tout ou partie de leur participation dans la Société tel que suit :

Actionnaire	Nombre d'actions faisant l'objet d'un engagement d'apport à l'Offre Publique d'Échange	Nombre total d'actions détenues	% capital hors ADP C à apporter
AMUNDI – FONDS PROPRES	150.000	150.000	7,23 %
AMUNDI – AMUNDI OPPORTUNITIES	70.900	70.900	3,42 %
AMUNDI – AMUNDI RESA ACTIONS INTERNATIONALES	40.908	40.908	1,97 %
AMUNDI – AMUNDI CONVICTIONS ESR	35.066	35.066	1,69 %
AMUNDI – AMUNDI CAP FUTUR	17.103	17.103	0,82 %
Arnaud FLECCHIA ⁽¹⁾	2.000	4.000	0,10 %
AXA France Vie	40.000	40.000	1,93 %
FCPR AXA Avenir Entrepreneurs	54.945	54.945	2,65 %
AXA Investment Managers Paris	58.376	58.376	2,82 %
Amar Family Office	13.636	13.636	0,66 %
COMIR	125.000	125.000	6,03 %
CPR AM – CPR CROISSANCE DEFENSIVE	68.180	68.180	3,29 %
CPR AM – CPR CROISSANCE REACTIVE	68.180	68.180	3,29 %
Didier BRUNELIN	13.000	13.000	0,63 %
Emmanuel de CHILLAZ	5.208	5.208	0,25 %
Hamed Kanoo CO. LLC	57.695	57.695	2,78 %
Matignon Développement 3 (Axa)	171.780	171.780	8,28 %
Mazen AL TAMIMI	3.705	3.705	0,18 %
NextStage Croissance ⁽¹⁾	329.388	374.304	15,88 %
Pascal MACIOCE	5.208	5.208	0,25 %
SCPO	8.333	8.333	0,40 %
Soparcif	2.797	2.797	0,13 %
Ste Civile Chapoulart et Cie	5.182	5.182	0,25 %
Mag Seven Ltd	23.258	23.258	1,12 %
Ayman TAMER	13.636	13.636	0,66 %
Taymour TAMER	13.636	13.636	0,66 %
Temaris	142.833	142.833	6,89 %
Xavier HUIILLARD	9.800	9.800	0,47 %
Téthys	189.212	189.212	9,12 %
FGTI ⁽¹⁾	85.043	127.564	4,10 %
Total	1.824.008	1.913.445	87,96 %

(1) NextStage Croissance, le FGTI et Arnaud FLECCHIA ayant fait part à l'Initiateur de leur intention d'apporter le solde de leur participation dans la Société à l'Offre Publique d'Achat.

A l'exception des accords décrits ci-dessus, la Société n'a connaissance et n'est partie à aucun accord lié à l'Offre et susceptible d'avoir une influence sur l'appréciation de l'Offre ou de son issue.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Le présent projet de note en réponse n'est pas destiné à être diffusé dans les pays autres que la France

5. ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

5.1. Structure du capital de la Société

A la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, le capital social de la Société s'élève à 8.259.480 euros, divisé en 2.073.622 actions ordinaires et 679.538 ADP C d'une valeur nominale de 3 euros chacune.

A la connaissance de la Société, le capital social et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit² :

	Nombre d'actions	% du capital hors ADP C	Nombre de droits de vote*	% droits de vote
Grégoire SENTILHES	248	0,01 %	249	0,01 %
Jean-David HAAS	978	0,05 %	979	0,03 %
Sous-total Dirigeants	1.226	0,06 %	1.228	0,03 %
NextStage Croissance	374.304	18,05 %	746.386	21,04 %
Temaris	142.833	6,89 %	282.833	7,97 %
Téthys	189.212	9,12 %	378.424	10,67 %
Amundi	150.000	7,23 %	300.000	8,46 %
CPR AM SA	136.360	6,58 %	136.360	3,84 %
FGTI	127.564	6,15 %	255.128	7,19 %
Matignon Développement 3	171.780	8,28 %	308.144	8,69 %
Amundi AM (Cap Futur ; opportunités ; resa actions inter ; convictions esr)	163.977	7,91 %	163.977	4,62 %
Comir	125.000	6,03 %	250.000	7,05 %
AXA IM SA	113.321	5,46 %	113.321	3,20 %
Sous-total investisseurs	1.695.577	81,77 %	2.935.801	82,77 %
Equipe NextStage	24	0,00 %	24	0,00 %
Actions Auto-détenues	6.345	0,31 %	6.345***	0,18 % ***
Flottant**	371.676	17,92 %	604.558	17,05 %
Total (hors ADP C)	2.073.622	100 %	3.546.728	100 %
ADP C	679.538	100 %	0	0,00 %
TOTAL avec ADP C	2.753.160	100 %	3.546.728	100 %

*Droits de vote théoriques calculés conformément aux dispositions du 2ème alinéa de l'article 223-11 I du règlement général de l'AMF.

**Actionnaires détenant moins de 5 % du capital social de la Société.

*** Actions Auto-détenues privées du droit de vote.

A l'exception des actions ordinaires NextStage SCA et des ADP C, il n'existe aucun titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital ou aux droits de vote de la Société.

² Sur la base de la répartition du capital social entre les principaux actionnaires de la Société au 21 juillet 2022.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Le présent projet de note en réponse n'est pas destiné à être diffusé dans les pays autres que la France

5.2. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions ou les clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

A la date du Projet de Note en Réponse, il n'existe aucune restriction statutaire à l'exercice des droits de vote et aux transferts des actions ordinaires de la Société.

En outre, à la connaissance de la Société et à la date du Projet de Note en Réponse, aucune clause n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

5.3. Participations directes et indirectes au capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissements de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres en application des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce

A la connaissance de la Société, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué en section 5.1 « *Structure du capital de la Société* » du Projet de Note en Réponse.

Au cours des douze mois précédant le dépôt du présent Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société :

- par courrier reçu le 26 août 2021, complété par un courrier du 27 août 2021, la société NextStage AM, gérant de la Société, agissant pour le compte du fonds d'investissement alternatif NextStage Croissance SAS dont elle assure la gestion, a déclaré, auprès de l'AMF, à titre de régularisation, avoir franchi en hausse, le 29 juillet 2021, le seuil de 20 % des droits de vote de la Société et détenir, à cette date et pour le compte dudit fonds, 374.304 actions NextStage SCA représentant 746.304 droits de vote, soit 13,56 % du capital et 20,95 % des droits de vote de la Société. Ce franchissement de seuil résulte d'une attribution de droit de vote double. A cette occasion NextStage AM a également déclaré ses intentions pour les six mois suivants cette déclaration conformément à l'article L. 233-7, VII du Code de commerce.

5.4. Liste des détenteurs de titres NextStage SCA comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

Dans le cadre des dispositions des articles L. 225-123 et L. 22-10-46 du Code de commerce, un droit de vote double est attribué à toutes les actions nominatives et entièrement libérées, inscrites au nom du même titulaire depuis deux ans au moins. Ce droit de vote double cesse de plein droit pour toute action ayant fait l'objet d'une conversion au porteur ou d'un transfert de propriété sous réserve des exceptions prévues par la loi.

A la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, il n'existe pas d'autres titres comportant des droits de contrôle spéciaux, à l'exception des ADP C, lesquelles sont dépourvues du droit de vote.

5.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

A la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, il n'existe pas de mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel avec des droits de contrôle qui ne seraient pas exercés par ce dernier.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Le présent projet de note en réponse n'est pas destiné à être diffusé dans les pays autres que la France

5.6. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et l'exercice des droits de vote

A la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accord entre actionnaires de la Société pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote de la Société.

5.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement de la gérance ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

Conformément aux stipulations de l'article 11 des statuts de la Société, au cours de l'existence de la Société, tout nouveau gérant est désigné par décision de l'associé commandité ou de l'unanimité des associés commandités.

L'article 14 des statuts de la Société stipule que les membres du Conseil de surveillance sont nommés ou révoqués par l'assemblée ordinaire des actionnaires de la Société.

La modification des statuts intervient conformément aux dispositions légales et réglementaires.

5.8. Pouvoirs du Conseil de surveillance et de la gérance, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

Le Conseil de surveillance exerce les fonctions prévues par la loi. Il assume le contrôle permanent de la gestion de la Société. Les pouvoirs du Conseil de surveillance sont décrits à l'article 16 des statuts de la Société.

Conformément aux stipulations de l'article 12 des statuts de la Société, la gérance est investie des pouvoirs les plus étendus pour agir en toute circonstance au nom de la Société, dans la limite de l'objet social et sous réserve des pouvoirs expressément attribués par la loi ou les statuts aux commandités et au Conseil de surveillance.

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts de la Société, à la date du Projet de Note en Réponse, la gérance dispose des délégations et/ou autorisations suivantes, accordées par l'assemblée générale des actionnaires :

Nature de l'autorisation ou de la délégation accordée	Durée de validité / Expiration	Plafonds	Utilisation au cours de l'exercice
Délégation de compétence à consentir à la gérance en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit de (i) véhicules nourriciers de NextStage ainsi que (ii) de véhicules assurantiels représentatifs d'unités de comptes, y inclus NextStage Croissance, et de véhicules supports de Plan d'Epargne Retraite (PER), investissant dans NextStage (i) <i>(première résolution)</i>	18 mois, jusqu'au 16 décembre 2023	Montant nominal total des augmentations de capital : 1.500.000€ par an	N/A
Délégation de compétence à consentir à la gérance en vue d'augmenter le capital par émission d'actions de préférence de catégorie C avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit de catégories de personnes répondant à des caractéristiques déterminées <i>(deuxième résolution)</i>	18 mois, jusqu'au 16 décembre 2023	Montant nominal total des augmentations de capital : 2.500.000€	N/A

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Le présent projet de note en réponse n'est pas destiné à être diffusé dans les pays autres que la France

Nature de l'autorisation ou de la délégation accordée	Durée de validité / Expiration	Plafonds	Utilisation au cours de l'exercice
Autorisation à donner à la gérance en vue de réduire le capital social par voie d'annulation d'actions (i) (<i>troisième résolution</i>)	18 mois, jusqu'au 16 décembre 2023	Dans la limite maximum de 10 % du montant du capital social par période de 24 mois	N/A
Délégation de compétence à consentir à la gérance en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires et/ou de toutes valeurs mobilières, avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires (<i>quatrième résolution</i>)	26 mois, jusqu'au 16 août 2024	Montant nominal maximum augmentation de capital : 3.900.000€ Montant nominal maximum des titres de créances pouvant être émis : 120.000.000€	N/A
Délégation de compétence à consentir à la gérance en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires ou de toutes valeurs mobilières, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires et offre au public - à l'exclusion des offres visées au paragraphe 1° de l'article L. 411-2 du code monétaire et financier (i) (<i>cinquième résolution</i>)	26 mois, jusqu'au 16 août 2024	Montant nominal maximum augmentation de capital : 1.200.000€ Montant nominal maximum des titres de créances pouvant être émis : 36.000.000€	N/A
Délégation de compétence à consentir à la gérance en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires et/ou de toutes valeurs mobilières, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires dans le cadre d'une offre visée au paragraphe 1° de l'article L. 411-2 du Code monétaire et financier (i) (<i>sixième résolution</i>)	26 mois, jusqu'au 16 août 2024	Montant nominal maximum augmentation de capital : 1.200.000€ Montant nominal maximum des titres de créances pouvant être émis : 36.000.000€	N/A
Délégation de compétence à consentir à la gérance à l'effet d'augmenter le nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription (<i>septième résolution</i>)	26 mois, jusqu'au 16 août 2024	Dans la limite de 15 % de l'émission initiale	N/A
Délégation de compétence à consentir à la gérance à l'effet d'émettre des actions ordinaires et des valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société, en cas d'offre publique comportant une composante d'échange initiée par la Société (i) (<i>huitième résolution</i>)	26 mois, jusqu'au 16 août 2024	Montant nominal maximum augmentation de capital : 1.200.000€ Montant nominal maximum des titres de créances pouvant être émis : 36.000.000€	N/A
Délégation de pouvoir à consentir à la gérance en vue d'augmenter le capital social, dans les limites de 10 % du capital, pour rémunérer des apports en nature de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de sociétés tierces en dehors d'une offre publique d'échange (i) (<i>neuvième résolution</i>)	26 mois, jusqu'au 16 août 2024	Montant nominal maximum augmentation de capital : 750.000€ Montant nominal maximum des titres de créances pouvant être émis : 22.500.000€	N/A

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Le présent projet de note en réponse n'est pas destiné à être diffusé dans les pays autres que la France

Nature de l'autorisation ou de la délégation accordée	Durée de validité / Expiration	Plafonds	Utilisation au cours de l'exercice
Délégation de compétence à consentir à la gérance en vue d'augmenter le capital par incorporation de prime, réserves, bénéfices ou autres (i) (<i>onzième résolution</i>)	26 mois, jusqu'au 16 août 2024	Montant nominal total des augmentations de capital : 100.000€	N/A

(i) Avant de mettre en œuvre, ces autorisations, la gérance devra en soumettre le principe au Conseil de surveillance.

5.9. Accords conclus par la Société étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société

A la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accord conclu par la Société qui serait modifié ou prendrait fin en cas de changement de contrôle de la Société.

5.10. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil de surveillance ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange

Il n'existe pas d'accord prévoyant le versement d'une indemnité aux salariés ou aux membres du Conseil de surveillance s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou révoqués sans juste motif ou si leurs fonctions prennent fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange (étant précisé que la Société n'a pas de salariés).

6. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

En application des articles 261-1, I, 2° et 4° et 261-1, II du règlement général de l'AMF, le cabinet FINEXSI, représenté par M. Olivier PERONNET, a été confirmé en qualité d'expert indépendant par le Conseil de surveillance de la Société du 18 mai 2022, sur recommandation du comité *ad hoc* en date du 27 mars 2022, afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du retrait obligatoire.

Ce rapport, émis en date du 26 juillet 2022, est reproduit dans son intégralité en Annexe 1.

7. MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société feront l'objet d'un document spécifique déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public selon les modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

8. PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITÉ DU PROJET DE NOTE EN RÉPONSE

« Conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, à ma connaissance, les données figurant dans la note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

NextStage AM,

Le Gérant

Représenté par M. Grégoire SENTILHES

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Le présent projet de note en réponse n'est pas destiné à être diffusé dans les pays autres que la France

ANNEXE 1

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT



FINEXSI
EXPERT & CONSEIL FINANCIER

NextStage 

ATTESTATION D'EQUITE

Offre Publique Alternative d'Achat et d'Echange, suivie le cas échéant, d'un Retrait Obligatoire, initiée par NEXTSTAGE EVERGREEN et visant les actions de NEXTSTAGE

26 juillet 2022



Sommaire

1. Présentation de l'Opération	6
1.1 Sociétés concernées par l'Opération.....	6
1.1.1 Présentation de la société initiatrice.....	6
1.1.2 Présentation de la société objet de l'Offre	8
1.2 Présentation de l'Offre.....	9
1.2.1 Contexte et motifs de l'Offre.....	9
1.2.2 Caractéristiques de l'Offre.....	11
1.2.3 Intentions de l'Initiateur sur les douze prochains mois	13
1.2.4 Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.....	16
2. Déclaration d'indépendance	17
3. Diligences effectuées	17
4. Présentation de la Société	19
4.1 Structure organisationnelle.....	19
4.1.1 Les associés commanditaires, l'associé commandité, et le gérant.....	20
4.1.2 Conseil de Surveillance.....	21
4.2 Présentation de NEXTSTAGE	22
4.2.2 Historique de NEXTSTAGE.....	26
4.2.3 Présentation des activités de NEXTSTAGE.....	27
5. Présentation de l'environnement économique et concurrentiel de NEXTSTAGE	31
5.1 Présentation globale de l'industrie.....	31
5.1.1 La gestion d'actifs.....	31
5.1.2 Définition du <i>Private Equity</i>	31
5.2 Périmètre d'activités et acteurs du capital-investissement	32
5.2.1 Périmètre d'activités	32
5.2.2 Typologie des acteurs	34
5.3 Tendances du secteur	35
6. Analyse financière de NEXTSTAGE.....	37
6.1 Compte de résultat consolidé sur la période 2017-2021	37
6.1.1 Variation de la juste valeur et revenus des actifs financiers.....	37
6.1.2 Résultat opérationnel.....	38
6.1.3 Résultat net.....	39



6.2	Bilan consolidé sur la période 2017 - 2021.....	39
6.2.1	Actifs non courants	40
6.2.2	Structure financière	42
6.2.3	Besoin en Fonds de Roulement (BFR)	44
6.2.4	Actif Net Réévalué (ANR).....	44
6.3	Matrice SWOT	47
7.	Evaluation des actions de la société NEXTSTAGE	48
7.1	Méthodes d'évaluation écartées	48
7.1.1	Transaction récente intervenue sur le capital de la Société	48
7.1.2	Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels	48
7.1.3	Actualisation des dividendes futurs	48
7.1.4	Transactions comparables	49
7.1.5	Comparables boursiers	50
7.2	Méthodes d'évaluation retenues.....	50
7.3	Mise en œuvre de la valorisation de la société NEXTSTAGE.....	51
7.3.1	Actif Net Réévalué (à titre principal).....	51
7.3.2	Objectifs de cours des analystes (à titre secondaire)	58
7.3.3	La référence au cours de bourse de la Société (à titre secondaire)	59
7.3.4	Valeur induite par l'augmentation de capital de l'Initiateur préalable à l'Offre (à titre indicatif).....	63
7.4	Synthèse de nos travaux d'évaluation	64
8.	Appréciation des éléments de la branche OPE pour l'actionnaire qui déciderait d'opter pour cette option	66
8.1	Remarques liminaires	66
8.1.1	Augmentation de capital de l'Initiateur préalable à l'Offre	66
8.1.2	Risque de ne pas mettre en œuvre le retrait obligatoire à l'issue de l'Offre.....	66
8.1.3	Fusion-absorption postérieure à l'Opération	68
8.1.4	Statuts de l'Initiateur	68
8.1.5	Rachat d'actions et clause statutaire de liquidités	69
8.2	Appréciation des termes de l'OPE.....	71
8.2.1	Appréciation de la parité d'échange retenue dans le cadre de l'OPE	71
8.2.2	Effet dilutif probable au titre de la conversion d'ADP en actions ordinaires dans le contexte du retrait obligatoire	72
8.3	Synthèse	75
9.	Analyse des éléments d'appréciation du prix établi par l'Etablissement Présentateur.....	76



9.1	Choix des critères d'évaluation.....	76
9.2	Mise en œuvre des différentes méthodes de valorisation	77
9.2.1	L'Actif Net Réévalué	77
9.2.2	Objectif de cours des analystes	79
9.2.3	Analyse du cours de bourse.....	79
10.	Accords connexes	80
11.	Synthèse de nos travaux d'évaluation et appréciation sur le caractère équitable de l'Opération.....	82
11.1	Synthèse	82
11.2	Conclusion.....	83
Annexe :	Présentation de FINEXSI et de la mission.....	86



Contexte de l'Offre

NEXTSTAGE EVERGREEN (ci-après « **NEXTSTAGE EVERGREEN** » ou l'« **Initiateur** ») envisage le dépôt d'une offre publique alternative d'achat et d'échange (ci-après l'« **Offre** » ou l'« **Opération** ») sur l'intégralité des actions de NEXTSTAGE SCA (ci-après « **NEXTSTAGE** » ou la « **Société** ») à l'exclusion des 6.345 actions auto-détenues et des 679.538 actions de préférence de catégorie C (ci-après les « **ADP C** »). Cette Offre serait suivie, le cas échéant en fonction du résultat de l'Offre, d'une procédure de Retrait Obligatoire puis d'une fusion-absorption de NEXTSTAGE dans NEXTSTAGE EVERGREEN.

L'Offre se compose de deux branches :

- Une Offre Publique d'Echange (ci-après « **OPE** ») par laquelle les actionnaires de la Société pourront échanger 1 action ordinaire NEXTSTAGE contre 1 action ordinaire NEXTSTAGE EVERGREEN ;
- Une Offre Publique d'Achat (ci-après « **OPA** ») aux termes de laquelle les actionnaires de la Société pourront céder leurs actions ordinaires NEXTSTAGE à un prix de 108€ par action ordinaire.

L'Offre ne porte pas sur les ADP C qui, aux termes de leur contrat de gestion, sont incessibles au bénéfice de l'Initiateur, ni sur les actions ordinaires qui seraient susceptibles d'être émises à raison de la conversion des ADP C, étant précisé qu'aucune ADP C ne peut être exercée avant la clôture de l'Offre et, le cas échéant, de l'offre réouverte.

Des engagements d'apport à l'OPE par certains actionnaires de la Société souhaitant demeurer dans NEXTSTAGE EVERGREEN à l'issue de l'Opération ont été conclus antérieurement à l'annonce de cette dernière et au dépôt de l'Offre. Une large majorité des actionnaires de la Société, notamment NEXTSTAGE CROISSANCE, AMUNDI, TETHYS, TEMARIS ou AXA, représentant à date 87,96% des actions ordinaires de la Société, se sont engagés à apporter irrévocablement tout ou partie de leurs actions à l'OPE. Sur ces bases, le nombre total d'actions susceptibles d'être apportées à l'OPA est limité à 243.269. Il nous a par ailleurs été indiqué que NEXTSTAGE CROISSANCE, Arnaud FLECCHIA et FGTI s'étant engagés à n'apporter qu'une partie de leurs titres à la branche OPE ont indiqué leur volonté de participer à l'OPA pour le solde de la participation qu'ils détiennent dans la Société (soit 4,31% des actions ordinaires), sans qu'il ne s'agisse d'engagements formels, de sorte que le retrait obligatoire semble acquis.

Dans ce contexte, le Conseil de Surveillance du 16 mars 2022 a désigné un comité *ad hoc* composé de 3 membres indépendants. Ce dernier s'est réuni le 27 mars 2022 afin de recommander au Conseil de Surveillance la désignation de FINEXSI en qualité d'Expert Indépendant chargé d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et son caractère équitable pour les actionnaires de NEXTSTAGE. Notre nomination, qui a été confirmée par le Conseil le 16 mai 2022, se fonde sur l'article 261-1 I 2°, 4° et II du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après l'« **AMF** »). L'Offre revêt un caractère volontaire et sera réalisée selon la procédure normale, conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents publics et les informations qui nous ont été transmises par NEXTSTAGE et ses conseils. Ces documents ont été considérés comme exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière de notre part. Nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous avons seulement vérifié la vraisemblance et la cohérence. Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui nous ont été communiqués.



1. Présentation de l'Opération

1.1 Sociétés concernées par l'Opération

1.1.1 Présentation de la société initiatrice

Nous avons obtenu les statuts constitutifs de NEXTSTAGE EVERGREEN en date du 10 juin 2022.

Cette société a été constituée sous forme de Société en Commandite par Actions (SCA) par (i) NAP, NEXTSTAGE EUROPE, NORTHSTONE, Messieurs Nicolas de SAINT ETIENNE, Jean-Marc MORIANI, Pascal MACIOCE, Aloys de FONTAINES, Julien POTIER, Michael STRAUSS-KAHN, les associés commanditaires et (ii) un associé commandité, NEXTSTAGE PARTNERS, société par actions simplifiée au capital de 9.000,00€ dont le siège social est situé 19, avenue George V à Paris (75008), immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 809 340 961, représentée par Monsieur Grégoire SENTILHES.

NEXTSTAGE EVERGREEN est une société à capital variable (au capital minimum de 37.002,00€ et au capital maximum de 60.000.000,00€), d'un capital social initial à sa constitution de 37.002,00€ composé de 12.334 actions ordinaires de 3,00€ de valeur nominale chacune (pour un prix de souscription de 102€ par action), intégralement libérées à la souscription. Les actions émises par la Société sont obligatoirement nominatives. Cette société, dont le siège social est situé 19, avenue George V à Paris (75008), est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 914 547 708.

À l'issue de la constitution de NEXTSTAGE EVERGREEN, la répartition du capital de la société se répartissait de la manière suivante :

Tableau 1 - Actionariat de NEXTSTAGE EVERGREEN lors de sa constitution

En nombre d'actions	Actions ordinaires		Droits de vote	
	Nombre	%	Nombre	%
NAP	12 326	99,94 %	12 326	99,94 %
NextStage Europe	1	0,01 %	1	0,01 %
Northstone	1	0,01 %	1	0,01 %
M. Nicolas de SAINT ETIENNE	1	0,01 %	1	0,01 %
M. Jean-Marc MORIANI	1	0,01 %	1	0,01 %
M. Pascal MACIOCE	1	0,01 %	1	0,01 %
M. Aloys de FONTAINES	1	0,01 %	1	0,01 %
M. Julien POTIER	1	0,01 %	1	0,01 %
M. Michael STRAUSS-KAHN	1	0,01 %	1	0,01 %
Total	12 334	100,00 %	12 334	100,00 %

Source : Actes constitutifs de NEXTSTAGE EVERGREEN



Il est à noter que les membres du Conseil de Surveillance de NEXTSTAGE EVERGREEN ont approuvé, le 20 juillet 2022, une augmentation du capital de la société d'un montant d'environ 19 M€ portant ainsi le capital social de 37.002,00€ à 564.780,00€, par émission de 175.926 actions ordinaires de l'Initiateur d'une valeur nominale de 3€ chacune, assorties d'une prime d'émission de 105€, soit un prix de souscription de 108€ par action ordinaire, et entièrement souscrite par PEPITES ET TERRITOIRES¹ au titre du financement de l'Opération (cf. §1.2.2.5).

À la date du projet de note d'information établi par l'Initiateur en date du 25 juillet 2022 (ci-après le « **Projet de Note d'Information** »), le capital social et les droits de vote sont répartis comme suit :

Tableau 2 - Actionnariat de NEXTSTAGE EVERGREEN à la date du Projet de Note d'Information

En nombre d'actions	Actions ordinaires		Droits de vote	
	Nombre	%	Nombre	%
NAP	12 326	6,55 %	12 326	6,55 %
NextStage Europe	1	0,00 %	1	0,00 %
Northstone	1	0,00 %	1	0,00 %
M. Nicolas de SAINT ETIENNE	1	0,00 %	1	0,00 %
M. Jean-Marc MORIANI	1	0,00 %	1	0,00 %
M. Pascal MACIOCE	1	0,00 %	1	0,00 %
M. Aloys de FONTAINES	1	0,00 %	1	0,00 %
M. Julien POTIER	1	0,00 %	1	0,00 %
M. Michael STRAUSS-KAHN	1	0,00 %	1	0,00 %
Pépites et Territoires 1	175 926	93,45 %	175 926	93,45 %
Total	188 260	100,00 %	188 260	100,00 %

Source : Projet de Note d'Information.

Dès lors, à la suite de cette augmentation réalisée le 22 juin 2022, le capital social de l'Initiateur de 564.780,00€ est divisé en 186.260 actions ordinaires, toutes de même catégorie, d'une valeur nominale de 3€ chacune, et intégralement libérées.

Il est à noter que cette société est soumise à toutes les dispositions légales en vigueur applicables et notamment à celles applicables aux sociétés en commandite par actions, soit les articles L. 226-1 à L. 226-14 du Code de commerce.

La société est pourvue d'un Conseil de Surveillance composé de trois à douze membres, dont au moins trois actionnaires, chaque membre n'ayant ni la qualité d'associé commandité, ni celle de gérant, ni celle de représentant légal d'un associé commandité ou d'un gérant.

Constituée pour les besoins de l'Offre, NEXTSTAGE EVERGREEN a vocation à répliquer la structure actuelle de NEXTSTAGE hors cotation. En effet, tel qu'indiqué dans le Projet de Note d'Information, au regard de la décote du cours de bourse du titre NEXTSTAGE, de la faible liquidité de ce dernier et des coûts induits par la cotation, la Société considère que cette dernière ne se justifie plus et, au travers de l'OPE, propose à tous ses actionnaires la poursuite de leur investissement dans le cadre d'une nouvelle société non cotée tout en conservant la stratégie actuelle avec une gouvernance dont il est envisagé qu'elle soit substantiellement similaire à celle actuellement en place.

¹ Fonds professionnel de capital investissement géré par NEXTSTAGE AM.



NEXTSTAGE AM est le premier gérant de NEXTSTAGE EVERGREEN et perçoit à ce titre une rémunération statutaire et une rémunération complémentaire dont le montant maximum sera fixé par l'assemblée générale ordinaire, avec l'accord de l'associé commandité ou de l'unanimité des associés commandités. La rémunération statutaire annuelle brute hors taxe du gérant est fixe, payée trimestriellement et d'avance. Elle est calculée en appliquant à la dernière valeur de l'Actif Net Réévalué (ci-après « ANR ») connue en début de trimestre les pourcentages suivants :

- 1,25% par an pour la tranche allant jusqu'à 300 M€ ;
- 1,00% par an pour la tranche de 300 M€ à 500 M€ ;
- 0,75% par an pour la tranche supérieure à 500 M€.

La date de clôture des comptes de la société est fixée au 31 décembre de chaque année.

1.1.2 Présentation de la société objet de l'Offre

NEXTSTAGE est une Société en Commandite par Actions (SCA) de droit français immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris, sous le numéro 810 875 039. Son siège social est situé 19, avenue George V à Paris (75008).

La Société a pour activité principale la souscription, l'acquisition, la gestion et la cession de valeurs mobilières françaises ou étrangères, négociées ou non sur un marché réglementé.

La date de clôture des comptes de la société est fixée au 31 décembre de chaque année.

Les actions de NEXTSTAGE sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché Euronext (code ISIN FR0012789386). Nous rappelons que l'introduction en bourse de la Société a eu lieu le 15 décembre 2016 sur le compartiment C d'Euronext. Celle-ci a été réalisée sous la forme d'une Offre à Prix Ferme (ci-après « OPF ») principalement destinée aux personnes physiques et d'un placement global principalement destiné aux investisseurs institutionnels. Les 272.207 actions nouvelles souscrites dans le cadre de l'offre ont été allouées de la manière suivante :

- Placement Global : 242.705 actions allouées aux investisseurs institutionnels (soit 89,2% du nombre total des actions nouvelles émises) ;
- OPF : 29.502 actions allouées au public (soit 10,8% du nombre total des actions nouvelles émises).

Sur la base du prix d'introduction de 100€ des actions émises et des 1.164.889 actions existantes, la capitalisation boursière de NEXTSTAGE s'établissait à environ 143,7 M€ à l'issue de l'introduction en bourse (contre environ 180 M€ aujourd'hui).



À la date du Projet de Note d'Information, le capital social de NEXTSTAGE s'élève à 8.259.480€ et est composé de 2.753.160 actions d'une valeur nominale unitaire de 3,00€ réparties comme suit :

- 2.073.622 actions ordinaires (ci-après les « **AO** ») ;
- 679.538 actions de préférence de catégorie C (ci-après les « **ADP C** »).

La répartition du capital et des droits de vote de NEXTSTAGE est présentée au §4.2.1.1.

1.2 Présentation de l'Offre

Les informations suivantes concernant les titres visés par l'Offre, le contexte et les motifs de l'opération sont issues du Projet de Note d'Information établi par l'Initiateur auquel il convient de se référer.

1.2.1 Contexte et motifs de l'Offre

L'Offre est présentée comme suit dans le Projet de Note d'Information établi par la société NEXTSTAGE EVERGREEN :

« L'Offre a pour objet de permettre à NextStage SCA de pérenniser son modèle de société d'investissement « evergreen » et d'accélérer son développement futur.

En effet, la Société prend des positions minoritaires ou de référence dans des opérations de capital-développement et accompagne sur le plan stratégique et opérationnel des entrepreneurs ayant pour ambition de faire de leur Entreprise de Taille Moyenne (ETM) des champions de leur marché. NextStage SCA permet ainsi aux investisseurs de bénéficier du potentiel de création de valeur offert par l'investissement de long terme dans les ETM de croissance dynamique de l'économie française et européenne, grâce à un positionnement différenciant à travers une stratégie d'investissement ciblant quatre tendances de fonds : (i) l'économie portée par la valeur de nos émotions et la qualité de l'expérience client, (ii) l'économie à la demande et l'économie du partage, (iii) l'internet industriel et (iv) l'économie positive (ou croissance verte). Cette politique d'investissement a permis à la Société de porter son actif net réévalué (ANR) à 241,5 millions d'euros au 31 mars 2022.

NextStage SCA est assimilable à un véhicule d'investissement dit « evergreen » qui n'a pas de maturité et dont l'objectif est de réaliser une performance régulière sur la durée en faisant croître la valeur de l'actif net réévalué.

Or, depuis son introduction en bourse, l'action NextStage SCA a connu une sous-performance par rapport aux marchés actions sur la même période caractérisée par la formation graduelle d'une décote importante du cours de bourse par rapport à son actif net réévalué et ce malgré la progression et la résilience de son actif net réévalué. Cette décote, bien qu'inférieure à celle d'autres sociétés d'investissement comparables, n'a eu de cesse d'augmenter depuis l'introduction en bourse, rendant plus difficile la gestion des fonds propres de la Société.



Au regard de cette décote, de la faible liquidité du titre et des coûts induits par la cotation, la Société considère que cette dernière ne se justifie plus. Au travers de l'Offre Publique d'Échange, il est ainsi proposé à tous ses actionnaires la poursuite de l'activité dans le cadre d'une nouvelle société non cotée, NextStage EverGreen, tout en conservant la stratégie actuelle et une gouvernance dont il est envisagé qu'elle soit substantiellement similaire à celle actuellement en place.

NextStage EverGreen :

- (i) reprend tous les actifs et passifs de la Société à travers une fusion-absorption de la Société par NextStage Evergreen (décrite à la section 1.3.7 « Perspective ou non d'une fusion » du Projet de Note d'Information) qui aura lieu à l'issue de l'Offre et du retrait obligatoire ;*
- (ii) reprend la forme sociale d'une société en commandite par actions avec le même gérant et des dispositions statutaires substantiellement similaires à celles de la Société concernant la gérance et la gouvernance de la société par rapport à NextStage SCA ;*
- (iii) adopte également le statut de Société de Capital Risque (SCR) qui permet d'exercer son activité dans un cadre fiscal adapté ; et*
- (iv) pour pallier l'absence de liquidité de l'action, intrinsèque à une société non cotée, engagera, sous réserve de l'existence d'un bénéfice distribuable et de l'accord des organes de gouvernance, une politique de distribution de l'ordre de 25 % des plus-values annuelles réalisées sur ses sorties, d'une part, et fera bénéficier ses actionnaires d'un mécanisme statutaire de liquidité en fonction de la durée de détention afin de favoriser l'engagement à long terme de ses actionnaires, d'autre part.*

NextStage EverGreen est convaincu que le retrait de la cotation de la Société permettra d'accélérer son développement futur en facilitant notamment les levées de fonds à venir et sera ainsi bénéfique à tous les actionnaires qui échangeront leurs titres. En vue de cette accélération et en complément de la récente augmentation de capital souscrite par Pépites et Territoires 1, fonds professionnel de capital investissement géré par NextStage AM (« Pépites et Territoires ») (décrite à la section 2.13.2 « Mode de financement de l'Offre » du Projet de Note d'Information), la gérance de NextStage EverGreen a l'intention de proposer aux actionnaires autres que Pépites et Territoires, à l'issue de la Fusion (tel que ce terme est défini en section 1.3.7 « Perspective ou non d'une fusion »), une nouvelle levée de fonds au prix de l'Offre Publique d'Achat pour un montant global maximum équivalent à celui souscrit par Pépites et Territoires.

L'Offre bénéficie d'ores et déjà du soutien d'une large majorité des actionnaires de la Société qui a souscrit des engagements d'apport à l'Offre Publique d'Échange portant sur un nombre total d'actions représentant 87,97 % du capital de la Société.

Compte tenu du fait que les actions NextStage Evergreen remises dans le cadre de l'Offre Publique d'Échange ne seront pas admises aux négociations, l'Offre comporte également une branche alternative en numéraire qui permet de fournir une liquidité, dans des termes économiques équivalents à ceux de l'Offre Publique d'Échange, aux actionnaires qui ne souhaiteraient pas participer à la poursuite de l'activité dans un cadre non coté, pour toute ou partie de leur participation. ».



1.2.2 Caractéristiques de l'Offre

1.2.2.1 Principaux termes de l'Offre

« En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Établissement Présentateur, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le 27 juillet 2022 auprès de l'AMF le présent projet d'Offre sous la forme d'une offre publique alternative d'achat et d'échange visant les actions ordinaires NextStage SCA.

L'Offre est composée :

- D'une Offre Publique d'Échange aux termes de laquelle les actionnaires de NextStage SCA pourront échanger 1 action ordinaire NextStage SCA contre 1 action ordinaire nouvelle de NextStage EverGreen ;
- D'une Offre Publique d'Achat aux termes de laquelle les actionnaires de NextStage SCA pourront céder les actions ordinaires qu'ils détiennent au prix unitaire de 108,00 euros par action ordinaire NextStage SCA.

Les actionnaires de la Société pourront apporter leurs actions NextStage SCA à l'Offre Publique d'Échange et/ou à l'Offre Publique d'Achat dans les conditions de l'Offre telles que décrites dans le Projet de Note d'Information, certains actionnaires ayant par ailleurs conclus des engagements d'apport à l'Offre tel que décrit à la section 1.4 « Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue » du Projet de Note d'Information.

L'Offre revêt un caractère volontaire et sera réalisée selon la procédure normale en application des dispositions des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

BNP Paribas, en tant qu'Établissement Présentateur, garantit, conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre ».

1.2.2.2 Nombre d'actions susceptibles d'être apportées à l'offre

« Comme indiqué à la section 1.1 « Conditions générales de l'Offre » du Projet de Note d'Information, l'Offre porte sur la totalité des actions ordinaires de la Société non détenues par l'Initiateur (à l'exclusion des Actions Auto-détenues). Par ailleurs, l'Offre ne porte pas sur les ADP C qui, aux termes de leur contrat de gestion, sont incessibles au bénéfice de l'Initiateur, ni sur les actions ordinaires qui seraient susceptibles d'être émises à raison de la conversion des ADP C, aucune ADP C ne pouvant faire l'objet d'une demande de conversion avant la clôture de l'Offre et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte conformément à l'article 9.4.4 des statuts de la Société.

A la date du Projet de Note d'Information, l'Initiateur ne détient, directement ou indirectement, seul ou de concert, aucun titre émis par la Société.

À la connaissance de l'Initiateur, il n'existe aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société ».



1.2.2.3 Seuil de caducité

« En application des dispositions de l'article 231-9 I du règlement général de l'AMF, l'Offre sera caduque si, à la date de la clôture, l'Initiateur ne détient pas un nombre d'actions représentant une fraction du capital social ou des droits de vote de la Société supérieure à 50 % à la date de clôture de l'Offre. En conséquence, les actions de la Société présentées à l'Offre seront restituées à leurs titulaires, sans qu'il y ait lieu à indemnisation ni à intérêt.

L'atteinte du seuil ne sera pas connue avant la publication par l'AMF du résultat définitif de l'Offre, qui interviendra après la clôture de cette dernière. La détermination de ce seuil suit les règles fixées à l'article 234-1 du règlement général de l'AMF.

Des actionnaires de la Société se sont engagés à apporter à l'Offre Publique d'Échange tout ou partie de leur participation dans la Société, soit un nombre total de 1.824.008 actions ordinaires NextStage SCA qu'ils détiennent, représentant 87,97 % du capital de la Société (voir la section 1.4 « Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue ») du Projet de Note d'Information) ».

1.2.2.4 Seuil de renonciation

« Conformément aux dispositions de l'article 231-9, II du règlement général de l'AMF, et sans préjudice de ce qui est énoncé à la section 2.4 « Seuil de caducité » ci-dessus, l'Initiateur se réserve la faculté, jusqu'au jour de la publication par l'AMF du résultat définitif de l'Offre, de renoncer à l'Offre en cas de non-atteinte du seuil de 2/3 du capital social et des droits de vote de la Société, sur une base totalement diluée [...] ».

1.2.2.5 Coûts et modalités de financement de l'Offre

« Le montant global de tous les frais, coûts et dépenses externes exposés dans le cadre de l'Offre par l'Initiateur, en ce compris les honoraires et frais de ses conseils externes, financiers, juridiques et comptables et de tous experts, ainsi que les frais de publicité et de communication, est estimé à un montant de 3,3 millions d'euros (toutes taxes comprises). [...] »

Dans l'hypothèse où l'intégralité des actions visées par l'Offre Publique d'Achat (autres que les actions ordinaires faisant l'objet d'un engagement d'apport à l'Offre Publique d'Échange conclu avec l'Initiateur, tel que mentionné à la section 1.4 « Accords susceptibles d'avoir une influence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue » du Projet de Note d'Information) serait apportée à l'Offre, le coût maximum de l'Offre s'élèverait à environ 26,3 M€.



Compte tenu des contraintes réglementaires limitant l'endettement externe de NextStage EverGreen, le financement de l'Offre Publique d'Achat sera assuré au moyen :

- D'une part, de la trésorerie disponible de NextStage EverGreen, résultant notamment du produit d'émission d'une augmentation de capital en espèces d'un montant (prime d'émission incluse) de 19.000.008 euros, réalisée par émission de 175.926 actions ordinaires de la Société d'une valeur nominale de trois (3,00) euros chacune, assortie chacune d'une prime d'émission de cent-cinq (105,00) euros, soit un prix de souscription de cent-huit (108,00) euros par action ordinaire correspondant au Prix de l'Offre, et intégralement souscrite par Pépites et Territoires ; et
- D'autre part, d'un crédit relais d'un montant de 20.000.000,00 euros octroyé par BNP Paribas ».

1.2.2.6 Condition de l'Offre – Approbation par l'assemblée générale extraordinaire de l'Initiateur de l'émission d'actions NextStage EverGreen en rémunération des actions ordinaires NextStage SCA apportées à l'Offre Publique d'Echange

« L'Offre est soumise à la condition de l'approbation par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de NextStage EverGreen de la résolution relative à l'augmentation du capital social de NextStage EverGreen nécessaire pour permettre l'émission des actions NextStage EverGreen à remettre en échange des actions ordinaires NextStage SCA apportées à l'Offre Publique d'Échange.

A cet égard, le Gérant de NextStage EverGreen s'est d'ores et déjà engagé de façon irrévocable à convoquer l'assemblée générale des actionnaires dès que les résultats de l'Offre seront publiés aux fins d'approuver cette augmentation de capital et l'ensemble des actionnaires de NextStage EverGreen se sont à cet égard engagés à voter en faveur notamment de cette augmentation de capital ».

1.2.3 Intentions de l'Initiateur sur les douze prochains mois

1.2.3.1 Stratégie et politique industrielle, commerciale et financière

« A l'issue de la Fusion, NextStage EverGreen souhaite poursuivre la stratégie de NextStage SCA telle qu'elle a été évoquée ci-dessus ».

1.2.3.2 Orientations en matière d'emploi

« La Société n'emploie aucun salarié. Son activité est assurée par sa société de gestion, la société NextStage AM. L'Initiateur n'a pas l'intention de modifier la politique de la Société en matière de relations sociales et de gestion des ressources humaines. L'Offre n'aura donc pas d'incidence sur la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi ».



1.2.3.3 Composition des organes sociaux et de la gérance de la société

« Le conseil de surveillance de l'Initiateur est actuellement composé des membres suivants :

- M. Nicolas de SAINT-ETIENNE ;
- M. Jean-Marc MORIANI ;
- M. Pascal MACIOCE ;
- M. Aloys de FONTAINES ;
- M. Julien POTIER ; et
- M. Michael STRAUSS-KAHN.

En outre, à compter du règlement-livraison de l'Offre, l'Initiateur entend mettre en place une gouvernance dont il est envisagé qu'elle reflète largement la composition de l'actionnariat de l'Initiateur à l'issue de l'Offre et du retrait obligatoire ».

1.2.3.4 Intentions en matière de retrait obligatoire

« En application de l'article L. 433-4 II du Code monétaire et financier et des articles 232-4 et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de dix (10) jours de négociation à compter de la publication du résultat de l'Offre ou, le cas échéant, dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre Réouverte, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions ordinaires NextStage SCA, si le nombre d'actions ordinaires NextStage non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société (autres que les Actions Auto-détenues) ne représentent pas, à l'issue de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société.

Dans un tel cas, le retrait obligatoire porterait sur les actions ordinaires NextStage SCA autres que celles qui sont détenues par l'Initiateur et les Actions Auto-détenues. Il serait effectué moyennant une indemnisation des actionnaires concernés au Prix de l'Offre. La mise en œuvre de cette procédure entraînera la radiation des actions ordinaires NextStage SCA d'Euronext Paris.

Dans l'hypothèse où l'Initiateur ne serait pas en mesure, à l'issue de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, de mettre en œuvre un retrait obligatoire, il se réserve la possibilité de déposer, dans le cadre de la réglementation applicable, un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions ordinaires de la Société qu'il ne détiendrait pas, directement ou indirectement, seul ou de concert à cette date ».



1.2.3.5 Avantages de l'opération pour la Société et les actionnaires

« L'Initiateur offre aux actionnaires de la Société qui apporteront leurs actions à l'Offre Publique d'Échange la poursuite de l'activité hors cotation pour les motifs décrits à la section 1.2.2 « Motifs de l'Offre » du Projet de Note d'Information.

[Pour les actionnaires qui ne souhaiteraient pas participer à l'Offre Publique d'Échange, le Prix de l'Offre par action de 108,00 euros représente une prime de 23,4 % par rapport au cours de clôture de l'action NextStage SCA au 18 juillet 2022 et de 23,5 % par rapport au cours moyen 3 mois pondéré par les volumes au 18 juillet 2022 ».

1.2.3.6 Synergies

« L'Initiateur n'anticipe pas la réalisation de synergies de coûts ou de revenus avec la Société, autres que les économies résultant d'une sortie de cote de la Société dans l'hypothèse où l'Offre ou, le cas échéant, l'Offre Réouverte, serait suivie d'un retrait obligatoire ».

1.2.3.7 Perspectives ou non d'une fusion

« L'Initiateur envisage la fusion-absorption de NextStage SCA (la « Fusion ») dont la réalisation est conditionnée à la réalisation de l'Offre et à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire conformément aux articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF ».

1.2.3.8 Politique de distribution de dividendes

« Sous réserve de l'existence d'un bénéfice distribuable au titre de chaque exercice annuel et de l'approbation successive du conseil de surveillance puis de l'assemblée générale annuelle de l'Initiateur, l'objectif de l'Initiateur est de distribuer chaque année un montant de l'ordre de 25 % des plus-values de sortie des investissements réalisées au cours de l'exercice considéré.

Néanmoins, cet objectif ne constitue pas un engagement de l'Initiateur et aucune assurance ne peut être donnée sur la distribution future de dividendes, qui dépendra de nombreux facteurs et en particulier de sa situation financière ».

1.2.4 Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

« Aux termes d'engagements d'apport conclus avec l'Initiateur, certains actionnaires de la Société se sont engagés à apporter à l'Offre Publique d'Échange tout ou partie de leur participation dans la Société tel que suit :

Actionnaires	Nb actions objet d'un engagement d'apport l'OPE	Nombre total d'actions détenues	% capital à apporter
AMUNDI – FONDS PROPRES	150 000	150 000	7,23%
AMUNDI – AMUNDI OPPORTUNITIES	70 900	70 900	3,42%
AMUNDI – AMUNDI RESA ACTIONS INTERNATIONALES	40 908	40 908	1,97%
AMUNDI – AMUNDI CONVICTIONS ESR	35 066	35 066	1,69%
AMUNDI – AMUNDI CAP FUTUR	17 103	17 103	0,82%
Amaud FLECCHIA ⁽¹⁾	2 000	4 000	0,10%
AXA France Vie	40 000	40 000	1,93%
FCPR AXA Avenir Entrepreneurs	54 945	54 945	2,65%
AXA Investment Managers Paris	58 376	58 376	2,82%
Amar Family Office	13 636	13 636	0,66%
COMIR	125 000	125 000	6,03%
CPR AM – CPR CROISSANCE DEFENSIVE	68 180	68 180	3,29%
CPR AM – CPR CROISSANCE REACTIVE	68 180	68 180	3,29%
Didier BRUNELIN	13 000	13 000	0,63%
Emmanuel de CHILLAZ	5 208	5 208	0,25%
Hamed Kanoo CO. LLC	57 695	57 695	2,78%
Matignon Développement 3 (Axa)	171 780	171 780	8,28%
Mazen AL TAMIMI	3 705	3 705	0,18%
NextStage Croissance	329 388	374 304	15,88%
Pascal MACIOCE	5 208	5 208	0,25%
SCPO	8 333	8 333	0,40%
Soparcif	2 797	2 797	0,13%
Ste Civile Chapoulart et Cie	5 182	5 182	0,25%
Mag Seven Ltd	23 258	23 258	1,12%
Ayman TAMER	13 636	13 636	0,66%
Taymour TAMER	13 636	13 636	0,66%
Temaris	142 833	142 833	6,89%
Xavier HUILLARD	9 800	9 800	0,47%
Téthys	189 212	189 212	9,12%
FGTI ⁽¹⁾	85 043	127 564	4,10%
Total	1 824 008	1 913 445	87,96%

⁽¹⁾ NextStage Croissance, Amaud Flecchia et le FGTI ayant fait part à l'Initiateur de leur intention d'apporter le solde de leur participation dans la Société à l'Offre Publique d'Achat

A l'exception des accords décrits ci-dessus, l'Initiateur n'a connaissance et n'est partie à aucun accord lié à l'Offre et susceptible d'exercer une influence sur l'appréciation de l'Offre ou de son issue ».



2. Déclaration d'indépendance

Le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés :

- Sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF et sont en mesure à ce titre d'établir la déclaration d'indépendance prévue par l'article 261-4 dudit Règlement général, et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 ;
- Disposent de façon pérenne des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de leur mission, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à cette mission ;
- Adhèrent à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son Règlement général.

Le cabinet FINEXSI atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

3. Diligences effectuées

Nous présentons ci-après les principales diligences (dont le contenu détaillé figure en Annexes) que nous avons mises en œuvre dans le cadre de l'appréciation du caractère équitable des termes de l'Offre :

- La prise de connaissance détaillée de l'Opération envisagée, de ses modalités et du contexte spécifique dans lequel elle se situe ;
- L'analyse des risques et opportunités identifiés pour NEXTSTAGE, susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse est présentée sous la forme de matrice SWOT ;
- L'analyse des comptes et la revue des valorisations des différentes participations de la Société avec le management opérationnel, intégrant l'identification des hypothèses clés considérées et l'appréciation de leur pertinence ;
- La mise en œuvre d'une évaluation multicritères de NEXTSTAGE et, le cas échéant, d'analyses de sensibilité sur les hypothèses structurantes de valorisation ;
- En particulier, dans le cadre de la mise en œuvre d'un ANR de la Société, nous avons procédé à l'estimation de la juste valeur de chaque participation du portefeuille de la Société. Ces valeurs ont été déterminées, dans la mesure du possible, par une évaluation multicritères distincte, fondée sur différentes approches selon le cas (actualisation des flux de trésorerie, approche analogique fondée sur les comparables boursiers², référence à des transactions récentes intervenues sur le capital des sociétés concernées) ;

² A partir des informations publiques disponibles issues de nos bases de données financières.



- La mise en œuvre d'une évaluation de NEXTSTAGE EVERGREEN dans le contexte de l'OPE, qui, s'agissant d'une société nouvellement créée, a consisté à (i) recenser les prix de souscription des actions de cette dernière pour les augmentations de capital réalisées en amont de l'Offre et (ii) à s'assurer que l'activité de cette dernière jusqu'à la date de réalisation de l'Offre n'était pas de nature à remettre en cause ces références de valorisation ;
- L'analyse critique et indépendante du rapport d'évaluation préparé par l'établissement présentateur BNP PARIBAS (ci-après « **BNP PARIBAS** » ou « **l'Etablissement Présentateur** ») de l'Offre ;
- L'analyse des accords et opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur notre appréciation de l'Offre ;
- L'établissement d'un rapport présenté sous forme d'une attestation d'équité, exposant les travaux d'évaluation des actions NEXTSTAGE notre appréciation des modalités de l'OPE et notre opinion quant au caractère équitable de l'Offre.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) publiées par la Société au titre des derniers exercices clos et de l'exercice en cours.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à notre disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec le management et les conseils de la Société, tant pour appréhender le contexte de l'Offre que pour comprendre la situation financière actuelle, les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent. Ces échanges ont principalement porté sur :

- Le contexte et les modalités de l'Opération ;
- L'activité de NEXTSTAGE, son évolution et ses perspectives de développement à moyen et long terme ;
- Les méthodes d'évaluation mises en œuvre par l'Etablissement Présentateur, BNP PARIBAS.

Enfin, nous avons pris connaissance des travaux de l'Etablissement Présentateur, tels que résumés dans le Projet de Note d'Information. Nous avons dans ce cadre tenu plusieurs réunions de travail avec les représentants de l'Etablissement Présentateur.

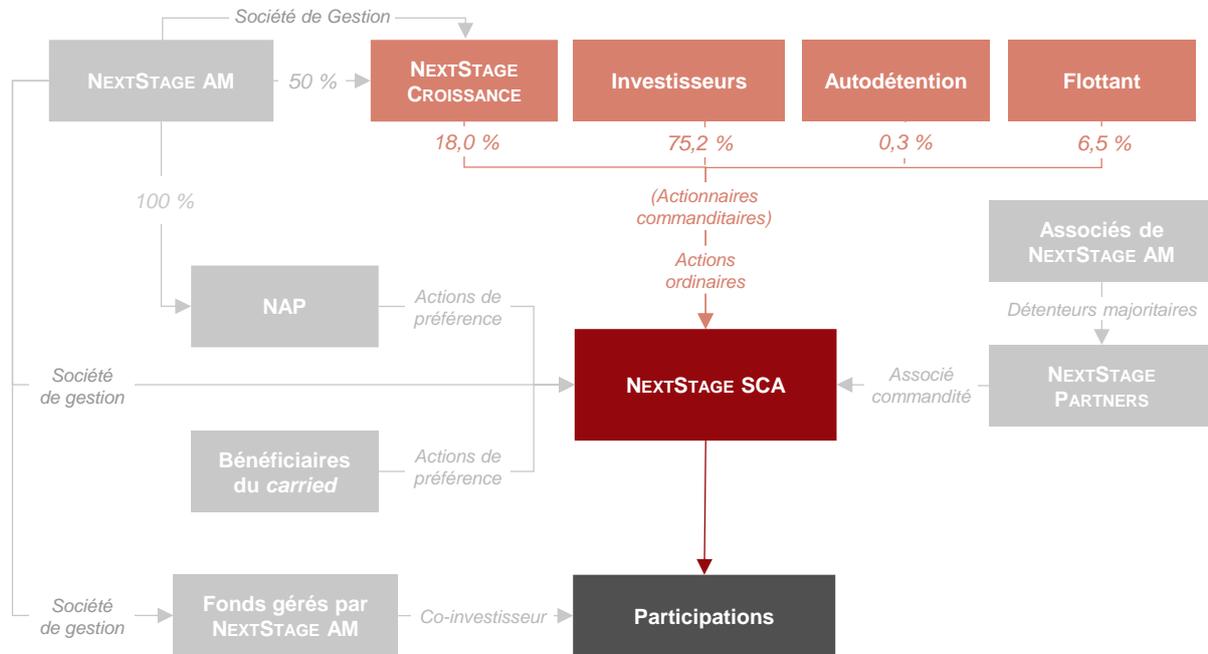
Une revue indépendante a été effectuée par Monsieur Lucas ROBIN, Associé du cabinet, qui n'est pas intervenu sur le dossier.

4. Présentation de la Société

4.1 Structure organisationnelle

Au 31 mars 2022, la structure juridique et opérationnelle de la Société se présente comme suit :

Figure 1 - Structure juridique et opérationnelle de la Société



Source : Société, Document d'Enregistrement Universel 2021, et Projet de Note d'Information

La Société a été créée en 2015, après un investissement initial de 45 M€ des associés fondateurs et actionnaires de NEXTSTAGE AM.

NEXTSTAGE n'emploie aucun salarié, son activité étant assurée par sa société de gestion, NEXTSTAGE AM, dont les associés détiennent majoritairement le capital du seul associé commandité de la Société, NEXTSTAGE PARTNERS.

Il est à noter qu'ATREAM est la seule participation dans laquelle NEXTSTAGE détient la majorité du capital³. Cependant, la Société exerce également une « influence notable⁴ » dans un certain nombre d'entreprises dans lesquelles elle détient une participation (cf. §4.2.3.1).

³ NEXTSTAGE SCA détient 56% du capital d'ATREAM (sur une base entièrement diluée).

⁴ Associées ou contrôlées, au sens des normes IAS 28 et IFRS 10.



4.1.1 Les associés commanditaires, l'associé commandité, et le gérant

En tant que société en commandite par actions, NEXTSTAGE présente deux catégories d'associés.

Les associés commanditaires

Les associés, dits commanditaires, ont la qualité d'actionnaires, ne participent pas à la gestion et leur responsabilité est limitée à leurs apports.

Pour mémoire, le principal actionnaire commanditaire de la Société, NEXTSTAGE CROISSANCE, est un Fonds d'Investissement Alternatif (ci-après « **FIA** ») au sens de l'article L. 214-24 du Code monétaire et financier prenant la forme d'une société par actions simplifiée à capital variable et géré par la même société de gestion que la Société (i.e. NEXTSTAGE AM). Il s'agit du véhicule d'investissement nourricier de la Société dont l'objet est de permettre à des assureurs de proposer aux souscripteurs de contrats d'assurance-vie des unités de compte dont le rendement reflète indirectement celui de la Société.

L'associé commandité, NEXTSTAGE PARTNERS

L'associé commandité, NEXTSTAGE PARTNERS, a, quant à lui, la qualité de commerçant et répond indéfiniment et solidairement des dettes sociales de la Société.

À l'exception des délibérations relatives à la nomination et/ou à la révocation des membres du Conseil de Surveillance, à la nomination et à la révocation des commissaires aux comptes, à la distribution des bénéfices de l'exercice et à l'approbation des conventions soumises à autorisation, aucune délibération ne peut être adoptée lors d'une assemblée générale, sans l'accord préalable du commandité.

NEXTSTAGE PARTNERS est détenue à hauteur de 75% de son capital et de ses droits de vote par Messieurs Grégoire SENTILHES et Jean-David HAAS, associés de NEXTSTAGE AM.

NEXTSTAGE PARTNERS ne perçoit aucune rémunération de la part de la Société mais a droit, le cas échéant, à une somme égale à 1% du dividende versé par la Société au titre de l'exercice fiscal précédent, étant rappelé que la Société n'a versé aucun dividende depuis sa constitution.

En cas de liquidation et après remboursement des apports aux actionnaires, le boni de liquidation sera attribué par priorité au commandité, à hauteur de 1%, et pour le solde aux porteurs d'actions ordinaires.

Le gérant, NEXTSTAGE AM

Le gérant est désigné et révocable par décision de l'associé commandité.

NEXTSTAGE AM est une société de gestion indépendante qui a levé 1 Mds€ depuis sa constitution et gère 77 participations au 31 décembre 2021. NEXTSTAGE AM a été fondée par Messieurs Grégoire SENTILHES et Jean-David HAAS qui ont été rejoints par la suite par Messieurs Nicolas de SAINT ETIENNE, Aloys de FONTAINES, Michaël STRAUSS-KAHN, et Julien POTIER.



Au 31 décembre 2021, le capital de NEXTSTAGE AM est réparti entre les 6 associés susmentionnés à hauteur de 74,8% et AMUNDI, l'auto-détention représentant 12,6% du capital.

NEXTSTAGE AM est agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) en qualité de gestionnaire de Fonds d'Investissement Alternatifs (FIA). En ce sens, le gérant est notamment en charge de la gestion du portefeuille de la Société. Une convention de gestion en date du 28 mai 2015 régit notamment l'activité de NEXTSTAGE AM en tant que « gestionnaire AIFM⁵ » de la Société.

Au titre de sa gérance, NEXTSTAGE AM a droit à une rémunération statutaire, complétée éventuellement d'une rémunération complémentaire dont le montant maximum est fixé par l'assemblée générale ordinaire, avec l'accord du commandité. La rémunération statutaire annuelle brute est fixe, payée trimestriellement et d'avance. Elle est calculée en appliquant à la dernière valeur de l'ANR connue en début de trimestre les pourcentages suivants :

- 1,25% par an pour la tranche allant jusqu'à 300 M€ ;
- 1,00% par an pour la tranche de 300 M€ à 500 M€ ; et
- 0,75% par an pour la tranche supérieure à 500 M€.

NEXTSTAGE AM détient 100% de NAP qui peut détenir des ADP C pour les besoins de l'exécution du contrat de gestion des ADP C ou le service ultérieur d'ADP C à des attributaires.

4.1.2 Conseil de Surveillance

Dans la mesure où le gérant et l'associé commandité de la Société sont détenus majoritairement par les mêmes actionnaires, un Conseil de Surveillance a été constitué afin d'assurer le contrôle permanent de la gestion de la Société, et notamment de la stratégie d'investissement de celle-ci (cf. §4.2.3.1).

Le Conseil de Surveillance exerce également un contrôle sur les informations données aux actionnaires et au marché.

⁵ "Alternative Investment Funds Manager".

4.2 Présentation de NEXTSTAGE

4.2.1.1 Actionnariat de NEXTSTAGE

À la date du Projet de Note d'Information, la structure de détention des actions ordinaires et des droits de vote théoriques de NEXTSTAGE se présente comme suit :

Tableau 3 – Répartition des actions ordinaires de NEXTSTAGE à la date du Projet de Note d'Information

En nombre d'actions	Actions ordinaires (AO)		Droits de vote théoriques	
	Nombre	%	Nombre	%
NextStage Croissance	374 304	18,05 %	746 386	21,04 %
Téthys	189 212	9,12 %	378 424	10,67 %
Matignon Développement 3	171 780	8,28 %	308 144	8,69 %
Amundi AM (Cap Futur; opportunités ; resa actions inter ; convictions esr)	163 977	7,91 %	163 977	4,62 %
AMUNDI	150 000	7,23 %	300 000	8,46 %
Temaris	142 833	6,89 %	282 833	7,97 %
CPR AM SA	136 360	6,58 %	136 360	3,84 %
FGTI	127 564	6,15 %	255 128	7,19 %
Comir	125 000	6,03 %	250 000	7,05 %
AXA IM SA	113 321	5,46 %	113 321	3,20 %
Investisseurs	1 694 351	81,71 %	2 934 573	82,74 %
Grégoire SENTILHES	248	0,01 %	249	0,01 %
Jean-David HAAS	978	0,05 %	979	0,03 %
Dirigeants	1 226	0,06 %	1 228	0,03 %
Equipe NextStage	24	0,00 %	24	0,00 %
Titres auto-détenus	6 345	0,31 %	6 345	0,18 %
Flottant	371 676	17,92 %	604 558	17,05 %
Total hors ADP C	2 073 622	100,00 %	3 546 728	100,00 %

Source : Projet de Note d'Information.

Outre les 2.073.622 actions ordinaires susvisées, le capital social de NEXTSTAGE se compose de 679.538 ADP C qui ne bénéficient pas de droits de vote.



Pour mémoire et pour les besoins de l'évaluation, l'actionnariat de la Société au 31 décembre 2021 s'établit de la manière suivante :

Tableau 4 - Actionnariat de NEXTSTAGE au 31 décembre 2021

En nombre d'actions	Actions ordinaires (AO)		Actions de préférence (ADP C)		Total	
	Nombre	%	Nombre	%	Nombre	%
NextStage Croissance	374 304	18,01 %	-	-	374 304	13,57 %
Téthys	189 212	9,10 %	-	-	189 212	6,86 %
Maignon Développement 3	171 780	8,26 %	-	-	171 780	6,23 %
Amundi AM (Cap Futur; opportunités ; resa actions inter ; convictions esr)	163 977	7,89 %	-	-	163 977	5,94 %
AMUNDI	150 000	7,22 %	-	-	150 000	5,44 %
Temaris	142 833	6,87 %	16 996	2,50 %	159 829	5,79 %
CPR AM SA	136 360	6,56 %	-	-	136 360	4,94 %
FGTI	127 564	6,14 %	-	-	127 564	4,62 %
Comir	125 000	6,01 %	-	-	125 000	4,53 %
Autres investisseurs	356 876	17,17 %	33 997	5,00 %	390 873	14,17 %
Investisseurs	1 937 906	93,22 %	50 993	7,50 %	1 988 899	72,10 %
Dirigeants	1 226	0,06 %	201 263	29,62 %	202 489	7,34 %
Equipe NextStage	24	0,00 %	302 747	44,55 %	302 771	10,98 %
NAP	-	-	124 535	18,33 %	124 535	4,51 %
Titres auto-détenus	5 623	0,27 %	-	-	5 623	0,20 %
Flottant	134 085	6,45 %	-	-	134 085	4,86 %
Total	2 078 864	100,00 %	679 538	100,00 %	2 758 402	100,00 %

Source : Document d'Enregistrement Universel 2021

A des fins de comparabilité, nous précisons que la catégorie d'actionnaires « Autres investisseurs » dans le tableau d'actionnariat à la date du Projet de Note d'Information est intégrée dans la catégorie « Flottant ».

4.2.1.2 Actions ordinaires (AO)

Conformément aux statuts de la Société, les AO détenues nominativement depuis au moins deux ans par le même actionnaire bénéficient d'un droit de vote double. A la date du Projet de Note d'Information, 1.473.106 actions ordinaires bénéficient d'un droit de vote double.

À la date du présent rapport, il n'existe pas de pacte d'actionnaires organisant les relations entre les différents porteurs d'AO.

4.2.1.3 Actions de préférence de catégorie C (ADP C)

Les ADP C ont été mises en place dans le cadre d'un mécanisme de « *carried interest*⁶ ». Attribuées par le commandité (NEXTSTAGE PARTNERS), elles sont ainsi détenues par les dirigeants

⁶ Désigne le mécanisme d'intéressement capitalistique mis en place au sein de la Société afin d'intéresser les équipes de gestion à la performance du portefeuille de la Société.



(associés du gérant), les salariés actuels ou passés, ainsi que par les personnes accompagnant, ou ayant accompagné, activement le développement de la Société.

Nous rappelons que les caractéristiques de ces ADP C sont les suivantes :

- Elles ne donnent pas droit au boni de liquidation ;
- Elles sont privées de droit de vote aux assemblées générales d'actionnaires ;
- Elles ne donnent pas droit au dividende pendant les 5 premières années suivant la date de leur émission. Néanmoins, à l'issue de cette période, les porteurs d'ADP C disposent d'un droit à dividende préciputaire qui s'établit à 1% du montant total des dividendes distribués à répartir entre l'ensemble des porteurs d'ADP C ;
- Les ADP C sont privées de droit préférentiel de souscription pour toute augmentation de capital en numéraire par émission d'AO ou de droits ou valeurs mobilières donnant accès à des AO. En revanche, elles disposent d'un droit préférentiel de souscription pour toute augmentation de capital en numéraire par émission d'ADP C ou de droits ou valeurs mobilières donnant accès à des ADP C ;
- Les ADP C ne sont pas admises aux négociations sur un marché réglementé ;
- En dehors d'une transmission libre du ou par le gérant et/ou l'une de ses filiales, la transmission d'ADP C, même entre actionnaires de la Société, est soumise à l'agrément préalable du commandité ;

Tout projet de transfert d'ADP C doit être notifié, par l'actionnaire souhaitant les transférer au gérant de la Société et aux commandités, par lettre recommandée avec demande d'avis de réception ou par acte extrajudiciaire. La notification de transfert n'est valable que si elle est conforme aux dispositions de l'article L. 228- 24 du Code de commerce et si le prix offert par les cessionnaires est conforme aux engagements statutaires et contractuels liant les porteurs d'ADP C.

Les statuts de la Société stipulent « *Concomitamment à toute émission d'actions ordinaires à libérer en numéraire décidée par l'assemblée générale des actionnaires ou par le gérant, agissant sur délégation de l'assemblée générale des actionnaires, il est procédé à l'émission d'actions de préférence de catégorie C. Le nombre d'actions de préférence de catégorie C ainsi émises représente au maximum 25 % du nombre total d'actions ordinaires et d'actions de préférence de catégorie C émises lors de chaque augmentation de capital* ».

Par ailleurs et pour mémoire, les statuts prévoient que les ADP C représentent au minimum 1% du montant de toute augmentation de capital réalisée par la Société. Cette clause vise à permettre de bénéficier du régime fiscal attaché au mécanisme de *carried interest*. Le prix de souscription de ces ADP C est fixé à partir de la valorisation d'un tiers expert indépendant basée sur un modèle optionnel. Nous rappelons que les ADP C existantes émises depuis juin 2015, parallèlement aux augmentations de capital successives de la Société ont été émises à un prix moyen de 3,31€ par action, prime d'émission incluse.

Une fois émises, les ADP C peuvent être converties annuellement en actions ordinaires si, et seulement si, la valeur créée pour les actionnaires sur l'exercice donné, mesurée par l'augmentation de la capitalisation boursière (hors opération externe sur le capital) augmentée du dividende éventuellement versé excède 8% de la capitalisation boursière de début d'exercice. Dans ce contexte, la conversion est assortie d'une période de conservation de deux ans sur les



actions ordinaires reçues par conversion des ADP C (sauf cas de décès ou d'invalidité permanente).

Rappel du mécanisme de conversion des ADP C

Les ADP C sont convertibles, une fois par an, en actions ordinaires, et ce, selon les principales modalités que nous rappelons ci-après. Il convient de se référer au Document d'Enregistrement Universel 2021 pour plus de précisions.

Pour un exercice donné, si la capitalisation boursière de fin d'année augmentée des dividendes payés aux AO au cours de l'exercice et diminuée du produit brut de toute augmentation du capital de la Société par émission d'AO réalisée au cours de l'exercice, excède 8% de la capitalisation boursière de début d'année, alors des ADP C peuvent être converties en AO selon certains critères.

Si cette condition est satisfaite, deux cas sont à distinguer :

- La valeur créée en fin d'un exercice donné est supérieure à 8% de la capitalisation boursière de début d'exercice mais inférieure à 10% de cette dernière : cette valeur est intégralement attribuée aux ADP C ;
- La valeur créée en fin d'un exercice donné est supérieure à 10% de la capitalisation boursière de début d'exercice : il est attribué à 20% de cette création de valeur aux porteurs d'ADP C.

Pour mémoire, ce mécanisme comprend une clause dite de « High Water Mark » visant à protéger les porteurs d'actions ordinaires dont les modalités sont précisées dans le Document d'Enregistrement Universel.

La parité de conversion est d'une ADP C pour une action ordinaire nouvelle.

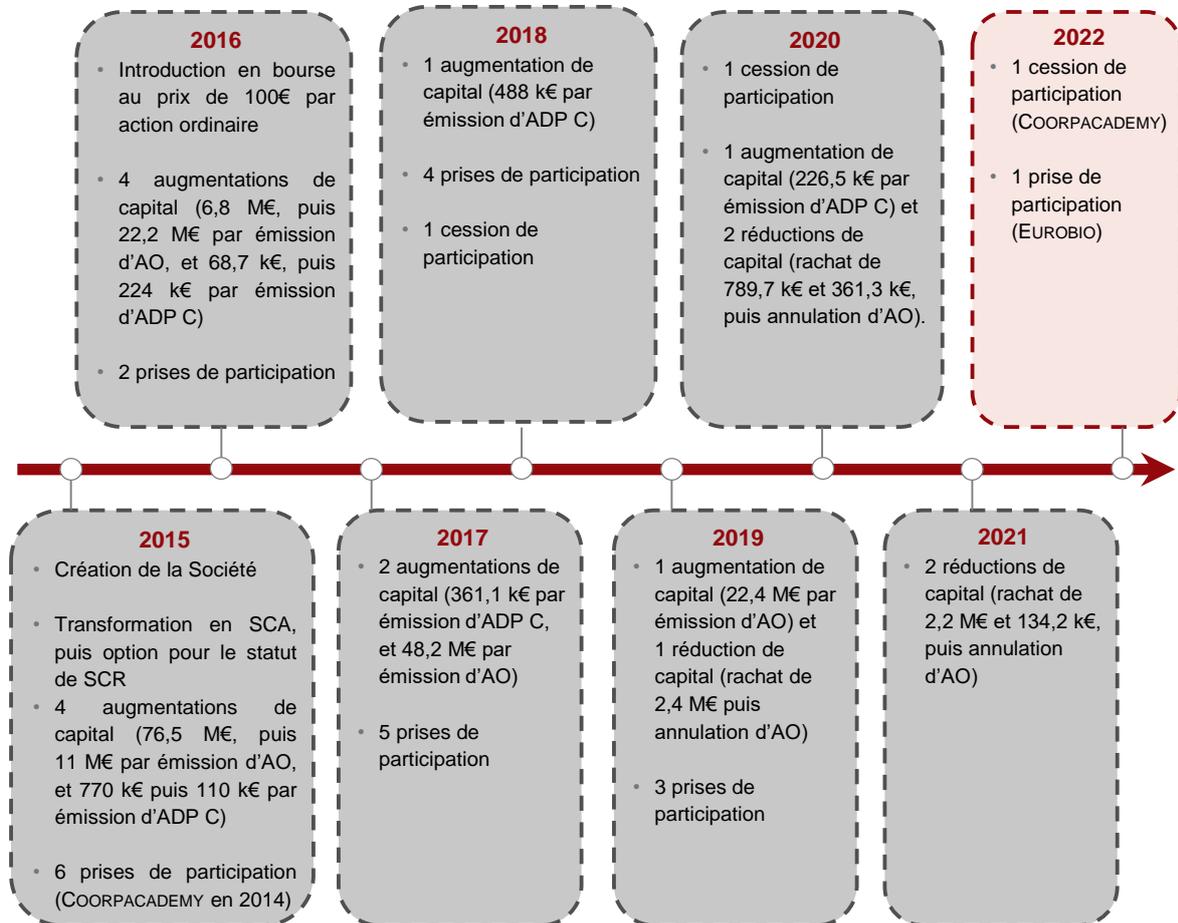
Toutefois, nous rappelons qu'il n'y a eu aucune conversion d'ADP C en AO depuis l'introduction en bourse de la Société compte tenu de l'évolution du cours de bourse de la Société (cf. §7.3.3).

Il est à noter qu'il existe une convention conclue entre les porteurs d'ADP. L'ensemble des porteurs d'ADP C, la Société, NEXTSTAGE PARTNERS, NEXTSTAGE AM, et NAP sont convenus d'une convention (contrats de gestion des ADP C) mise à jour le 30 janvier 2017.

4.2.2 Historique de NEXTSTAGE

La figure ci-après fait état des principales dates depuis la création de la Société.

Figure 2 - Historique de NEXTSTAGE



Source : Société, Document d'Enregistrement Universel 2021, Projet de Note d'information

Depuis sa création le 26 mars 2015, NEXTSTAGE a connu un certain nombre d'évolutions, notamment :

- Des prises de participation au capital de 21 sociétés, dont 18 sont toujours en portefeuille à ce jour (§4.2.3.2).

Trois participations ont fait l'objet d'une cession. EFESO CONSULTING (expertise et conseil en stratégie, cédée en fin d'année 2018 à EURAZEO PME), FONTAINE PAJOT (conception et fabrication de catamarans, cédée en fin d'année 2020 à ARKEA CAPITAL), COORPACADEMY (plateforme de formations en ligne pour les entreprises, cédée au 31 mars 2022 à GO1).

Pour mémoire, la participation dans GLASS PARTNERS SOLUTIONS (distribution, transformation, et installation de verre plat et technique à destination des acteurs du bâtiment et du ferroviaire en Europe) est en cours de cession (finalisation attendue fin juillet 2022).

- De nombreuses augmentations de capital ayant permis de lever près de 217 M€ depuis la création en 2015.



Les différentes levées de fonds initiées par la Société ont été majoritairement souscrites par i) NEXTSTAGE CROISSANCE (18% du capital de la Société), ii) des entrepreneurs et *family-offices* à l'instar de TETHYS (famille BETTENCOURT-MEYERS) et TEMARIS (Patricia BARBIZET et Gilles PAGNIEZ, anciens dirigeants de la *holding* d'investissement de la famille PINAULT), iii) des institutionnels tels qu'AMUNDI, AXA, MATIGNON DEVELOPPEMENT 3 (AXA) conseillée par ARDIAN, ainsi que iv) des particuliers *via* des assurances vie, des épargnes retraite ou salariale, etc.

Pour mémoire, les réductions intervenues sur le capital de la Société n'ont pas été motivées par des pertes.

4.2.3 Présentation des activités de NEXTSTAGE

NEXTSTAGE est un véhicule d'investissement constitué en 2015 par les associés fondateurs et actionnaires de NEXTSTAGE AM, gérant de la Société.

NEXTSTAGE, enregistrée en tant que FIA et autorisée à la commercialisation en France, relève de la catégorie des « Autres FIA » du § III de l'article L. 214-24 du Code monétaire et financier. À ce titre, elle est soumise à la régulation de l'AMF.

La Société ayant opté pour le régime fiscal des Sociétés de Capital-Risque (ci-après « **SCR** »), elle bénéficie du régime d'exonération d'impôt sur les sociétés des SCR, sur option. Ce régime est soumis à plusieurs conditions rappelées dans le Document d'Enregistrement Universel 2021. NEXTSTAGE est de fait éligible au régime fiscal des SCR, dans la mesure où (i) son siège social est situé en France et (ii) qu'elle est constituée sous la forme d'une société par actions, régie par le Code de commerce.

4.2.3.1 Stratégie d'investissement

NEXTSTAGE se positionne sur le marché du capital-investissement comme un « entrepreneur investisseur de long-terme ». En effet, contrairement aux autres acteurs du marché, la Société vise à apporter aux entreprises de taille moyenne (ETM) un soutien financier sans limitation de durée, ainsi qu'un accompagnement stratégique et opérationnel afin de les aider à satisfaire leur ambition de disruption sur leurs marchés respectifs.

Les sociétés pouvant faire l'objet d'un investissement de la part de la Société sont principalement des acteurs susceptibles de tirer profit de quatre grandes tendances liées à la « 3^{ème} révolution industrielle », à savoir :

- L'économie liée à la « valeur des émotions » et à la qualité de l'expérience client ;
- L'économie « à la demande » et l'économie du partage ;
- L'internet industriel, en ligne avec le concept d'« Industrie 4.0 » ; et
- La croissance verte, soit un mode de développement intégrant entre autres les problématiques de réduction de pollution, de production de déchets et de gaspillage de ressources naturelles.



Bien que NEXTSTAGE ne soit pas un acteur sectorisé, la Société porte une attention particulière sur les sociétés innovantes dans le digital, la santé intelligente et l'environnement.

Pour rappel, la stratégie d'investissement de la Société est déterminée par son gérant, sous le contrôle du Conseil de Surveillance (cf. §4.1.2).

En plus des principes précédemment cités, les investissements de la Société sont réalisés de manière à respecter les critères suivants :

- Les sociétés non cotées ne doivent pas représenter moins de 50% de son portefeuille ;
- Investissement dans des sociétés européennes réalisant un chiffre d'affaires entre 10 M€ et 500 M€ ;
- Prises de participations généralement minoritaires et en fonds propres ou quasi-fonds propres, avec des tickets d'investissement entre 10 M€ et 40 M€ et sans qu'une même participation ne représente plus de 10% de son portefeuille.

Cependant, la Société ne s'interdit pas d'investir dans des sociétés cotées⁷, notamment si celles-ci :

- Sont « familiales » ou dirigées par des entrepreneurs ;
- Génèrent des chiffres d'affaires entre 10 M€ et 500 M€ ; et
- Présentent une capitalisation boursière entre 3 M€ et 500 M€.

De la même manière que pour les sociétés non cotées, la Société privilégie les prises de participations minoritaires avec des tickets d'investissement entre 0,3 M€ et 10 M€.

Nous rappelons que l'ensemble de ces principes sont entre autres repris dans la convention de gestion entre NEXTSTAGE et son gérant en date du 28 mai 2015 dont les principales caractéristiques sont reprises dans le Document d'Enregistrement Universel de la Société.

L'objectif à moyen terme de la Société est de se constituer un portefeuille d'une quarantaine de participations d'une valeur de 500 M€.

⁷ À l'instar d'EUROBIO SCIENTIFIC.

4.2.3.2 Participations de NEXTSTAGE

À la date du présent rapport, la Société détient des participations au sein du capital de 18 sociétés.

Figure 3 - Participations de NEXTSTAGE

Participations	Année d'entrée	Description	Montant investi	% détenu	Nature des instruments
	2014	Editeur d'une plateforme de formations en ligne (participation cédée au 31 mars 2022)	4,6 M€	12,2% (SA) 11,7% (FR)	AO, ADP (SA) AO (FR)
	2015	Acteur de la rénovation de logements pour le compte des bailleurs sociaux en Ile-de-France	4,2 M€	9,6%	AO, OC
	2015	Fabricant de montres connectées et trackers d'activités ainsi que d'objets/accessoires <i>design</i>	7,9 M€	21,7%	AO A et B, ADP B
	2015	Acteur français indépendant de la distribution digitale de produits d'épargne	11,6 M€	46,7%	AO, ADP
	2016	Marque de parfums et cosmétiques créée en 1986	6,5 M€	42,2%	AO
	2016	Acteur majeur de la distribution de verre plat en France	5,7 M€	23,3%	ADP
	2017	Marketplace spécialisée dans la chasse, la pêche et l' <i>outdoor</i>	7,8 M€	66,3%	AO, ADP
	2017	Editeur de solutions <i>Cloud</i> 100% sécurisées destinées notamment au partage de documents	8,6 M€	n/c	AO, ADP BSA
	2017	Plateforme digitale de vente de bâtiments en kit, <i>leader</i> en France et au Luxembourg	11,2 M€	n/c	AO, OC
	2017	Acteur mondial de la location de bateau de plaisance	18,9 M€	n/c	AO
	2017	Première agence indépendante de <i>branding</i> et de <i>design</i> global en France	9,4 M€	mino	AP (2 et 3), OC
	2018	Spécialiste de l'IA, notamment dans la génération de texte en langage naturel	11,6 M€	n/c	ADP (A, B et C)
	2018	Leader de l'escalade de blocs en France	8,7 M€	n/c	ADP (A, B), OC (B)
	2018	Plateforme de gestion d'actifs immobiliers de tourisme en Europe	19,2 M€	56%	AO, ADP
	2018	N°2 mondial dans le domaine de l'instrumentation scientifique	8,2 M€	n/c	ADP
	2019	Chaîne de restaurants à ambiance premium/haut de gamme	20,1 M€	n/c	ADP, C/C
	2019	Acteur spécialisé dans la location de matériels BTP, de modules et d'échafaudages en France	9,2 M€	n/c	AO, ORA, OC, C/C
	2019	Opérateur de ports de plaisance en France et aux Pays-Bas	8,0 M€	n/c	AO
	2022	Acteur majeur dans le domaine du diagnostic <i>in vitro</i> de spécialités	10,0 M€	n/c	n/c

Source : Document d'Enregistrement Universel 2021, site Société



Nous rappelons que début février 2022, NEXTSTAGE a signé un accord pour un investissement de 10 M€, aux côtés du Fonds PEPITES ET TERRITOIRES 1, pour une prise de participation indirecte dans EUROBIO SCIENTIFIC⁸. Il s'agit du premier co-investissement entre NEXTSTAGE et le programme « PEPITES ET TERRITOIRES » d'AXA FRANCE & NEXTSTAGE AM. Cet accord vise la réalisation par NEXTSTAGE AM d'un investissement de 35,5 M€ dans une *holding* nouvellement constituée avec les entrepreneurs d'EUROBIO SCIENTIFIC, spécialisé dans le domaine du diagnostic *in-vitro* et de la biologie moléculaire. NEXTSTAGE AM et les entrepreneurs détiendront 56,5% du capital, le solde de 43,5% étant détenu par NEXTSTAGE et le FPCI PEPITES ET TERRITOIRES. Ces derniers apporteront une partie et céderont le solde de leur participation. Dès lors, à l'issue de ces opérations, NEXTSTAGE AM détiendra environ 28,3% du capital d'EUROBIO SCIENTIFIC.

⁸ La maison mère EUROBIO SCIENTIFIC a été immatriculée le 20 novembre 1997. Depuis le 17 novembre 2005, EUROBIO SCIENTIFIC est coté sur le marché Euronext Growth à Paris (code ISIN : FR0013240934) et fait partie des indices Euronext Growth BPI Innovation, Euronext PEA-PME 150 et Next Biotech.



5. Présentation de l'environnement économique et concurrentiel de NEXTSTAGE

La présentation qui suit résulte notamment du Document d'Enregistrement Universel 2021, ainsi que de l'étude XERFI « *le capital-investissement* » publiée en mars 2022.

Nous présentons dans un premier temps synthétiquement le marché de la gestion d'actifs, avant de nous concentrer sur le marché du capital investissement (ci-après « *Private Equity* ») et les paramètres qui le définissent, ainsi que la typologie des acteurs, et les tendances du secteur. Le *Private Equity* se réfère à la prise de participation *via* l'augmentation de capital, ou le rachat de titres de sociétés non cotées en bourse. Il existe plusieurs types de fonds de *Private Equity*, notamment en fonction du sous-jacent, sur lesquels nous reviendrons.

5.1 Présentation globale de l'industrie

5.1.1 La gestion d'actifs

La gestion d'actifs regroupe la gestion pour compte propre et la gestion pour compte de tiers. La première a pour but la gestion en propre de ses participations, tandis que la seconde consiste à déléguer la gestion de l'investissement à un intermédiaire financier (généralement une société de gestion). Ces sociétés de gestion interviennent sous deux formats : la gestion individualisée sous mandat, et la gestion collective par l'intermédiaire d'organismes de placement collectif (OPC, SICAV, etc.). Parmi ces sociétés de gestion, certaines se concentrent principalement sur les sociétés non-cotées (à l'instar de NEXTSTAGE) qui peuvent être plus risquées, et pour lesquelles un retour sur investissement plus important est attendu par les investisseurs.

5.1.2 Définition du *Private Equity*

Dès lors, le *Private Equity* participe au développement des entreprises cibles par le biais d'investissements en échange d'une participation au capital de la société. Il existe plusieurs catégories d'investissement en fonction par exemple de la taille de la société cible :

- Le capital-risque, ou capital-innovation (aussi appelé *Venture Capital*) correspond à l'investissement dans des *startups*, encore en phase d'amorçage ou en début de croissance ;
- Le capital-développement (*Growth Capital*) cette fois-ci s'adresse à des sociétés plus mûres, avec un modèle économique plus mature ;
- Le capital-retournement consiste à investir dans une entreprise en difficulté, puis de la redresser. Il est possible que la société de gestion prenne le contrôle de la société cible dans une logique de stratégie de redressement ;



- Le capital-transmission : lorsque l'entreprise cible est suffisamment mature, celle-ci peut réaliser des opérations de croissance externe par exemple *via* l'acquisition d'un concurrent ou d'un fournisseur par exemple, ou *via* la fusion avec un acteur du même marché, permettant notamment d'identifier des synergies favorisant la rentabilité de la structure fusionnée. Les fonds de capital-transmission interviennent alors souvent dans le cadre d'un LBO (*Leverage Buy-Out*).

Le *Private Equity* attire de nombreux investisseurs en raison de son taux de rendement qui peut être supérieur à d'autres investissements plus conventionnels. En effet, le taux de rendement interne (aussi appelé « **le TRI** ») du capital-investissement est d'environ 11,7% par an en France sur la période 2006-2020. Sur cette même période, l'immobilier, les sociétés du CAC 40 ou même les *Hedge Funds* ne dépassent pas 7%⁹.

Par ailleurs, les sociétés du *Private Equity* peuvent bénéficier d'avantages fiscaux non-négligeables. À titre d'illustration, les sociétés de capital-risque (SCR) ont droit à une exonération d'impôt sur les sociétés sur les produits et plus-values de leurs portefeuilles¹⁰.

Afin d'optimiser leur performance, les équipes d'investissement et de gestion doivent tenir compte de facteurs déterminants, comme le contexte macro-économique (évolution du PIB, conjoncture économique, contexte géopolitique, etc.), l'environnement financier (politiques budgétaires et monétaires, évolution des taux d'intérêt), l'évolution du marché sous-jacent et sa situation financière (impact de la crise du Covid-19 notamment), l'attractivité des différentes classes d'actifs financiers, les évolutions fiscales et l'action des institutions publiques par exemple.

5.2 Périmètre d'activités et acteurs du capital-investissement

5.2.1 Périmètre d'activités

Le capital-investissement est un placement financier qui attire les investisseurs. En France, au premier semestre 2021, les investissements (par rachat de titres de participation et par augmentation de capital) réalisés par les fonds de *Private Equity* dépassaient les 20 Mds€, soit plus de la moitié du montant total atteint en 2020 (soit +34,7%, étant rappelé que l'exercice 2020 a été impacté de la crise de la Covid-19).

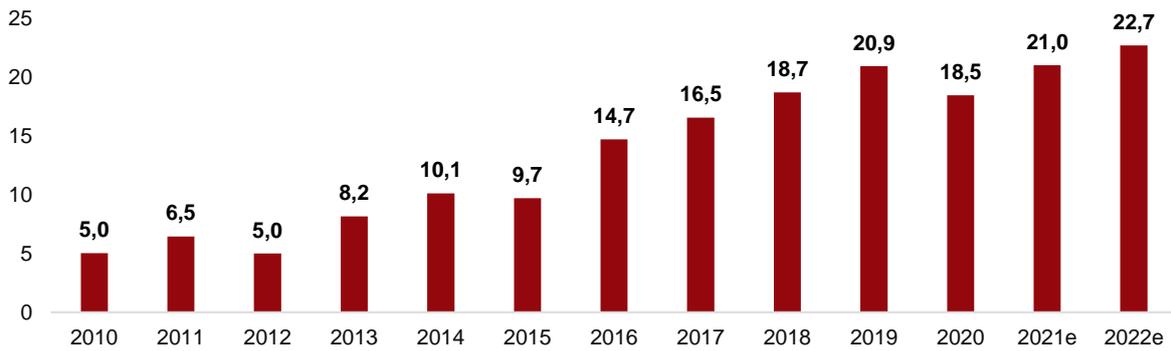
Par ailleurs, les levées de fonds réalisées en France auprès de sociétés de capital-investissement sont en nette hausse depuis 2010. Malgré le ralentissement des investissements connu en 2020 dans le contexte de la crise sanitaire, le marché a très vite rebondi avec des chiffres au premier semestre 2021 déjà supérieurs à ceux d'avant crise. Les prévisions tablent sur le maintien de cette croissance en 2022.

⁹ Source : Etude XERFI - « *Le capital-investissement* » (Mars 2022).

¹⁰ Source : Gouvernement (Bulletin Officiel des Finances Publiques - Impôts) et article 208,3° septième du CGI.



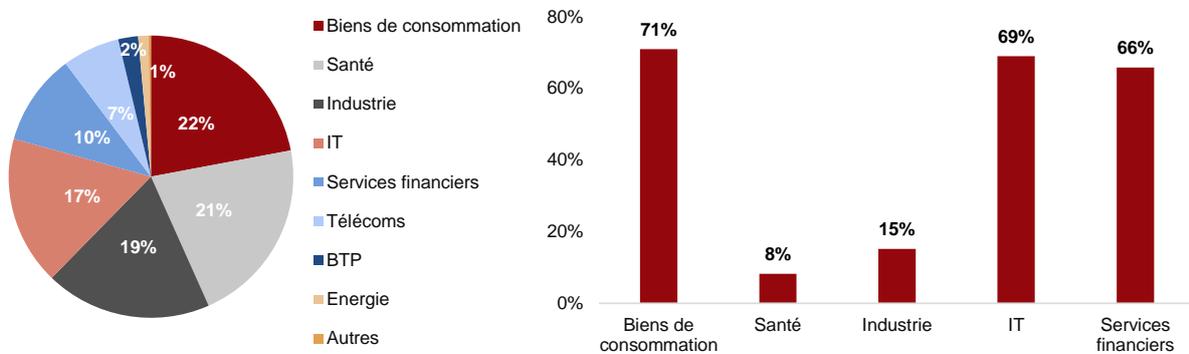
Figure 4 - Levées de fonds en France en Mds€



Source : Etude XERFI - « *Le capital-investissement* » (Mars 2022)

La part des investissements consentis dans les nouvelles technologies de l'information et de la communication a fortement augmenté, bien que ces secteurs n'aient pas des besoins d'investissement très importants pour se développer, à l'inverse des entreprises industrielles (fabrication de biens, services industriels, chimie, biens de consommation, etc.) ou de R&D (santé, biotech) qui font face à d'importants besoins capitalistiques et captent plus de la moitié des investissements. Nous notons également que le secteur des biens de consommation a connu une forte augmentation de près de 70% au premier semestre 2021 par rapport à 2020, à l'instar de l'IT et des services financiers.

Figure 5 - Répartition des investissements par secteur d'activité (gauche) et croissance au premier semestre 2021 des investissements sur les 5 principaux secteurs (droite)



Source : Etude XERFI - « *Le capital-investissement* » (Mars 2022)

Parmi les quatre catégories d'investissement évoquées auparavant, le capital-transmission ressort avec près de 49% du montant total des levées de fonds au premier semestre 2021, en ligne avec le niveau d'avant crise, compte tenu notamment du montant des opérations beaucoup plus important. La seconde catégorie d'investissement est le capital-développement (37%), devant le capital-risque (13%). Ce classement s'explique également par le montant des investissements plus important en *Growth Capital*, qu'en *Venture Capital*. Enfin, le capital-retournement ne représente que 1% des investissements totaux du *Private Equity* au premier semestre 2021, dans le contexte d'une prise de risque généralement plus importante.



5.2.2 Typologie des acteurs

Bénéficiant d'un intérêt accru depuis des années, le *Private Equity* européen a vu les géants américains s'ajouter à la liste des acteurs du marché. En effet, les sociétés européennes, et françaises plus particulièrement, ont souhaité ouvrir leur capital à des acteurs plus importants. Dans cette optique, les sociétés telles qu'APOLLO MANAGEMENT, BRIDGEPOINT ou KKR ont pu diversifier leur portefeuille avec des sociétés françaises non cotées très attractives grâce notamment aux catégories de capital-développement et de capital-transmission.

Les sociétés de capital-investissement françaises sont elles aussi majoritairement présentes sur les segments du capital-développement et du capital-transmission. Les sociétés de gestion de fonds interviennent sur un marché en forte croissance, où les capacités d'investissement et les effectifs augmentent. Dans ce contexte, certaines sociétés de gestion décident d'ouvrir leur capital au public. En cinq ans, les introductions en bourse des fonds de *Private Equity* en France se sont multipliées. ANTIN INFRASTRUCTURE PARTNERS a par exemple atteint le maximum de sa fourchette de prix déposée lors de son introduction en bourse, portant sa capitalisation boursière à plus de 4 Mds€¹¹. Il s'agit à ce jour de la plus importante introduction en bourse sur Euronext Paris en 2021. Celle-ci a connu un succès très important auprès des investisseurs institutionnels, internationaux et individuels.

Enfin, l'écosystème *startup*, en plein essor, intéresse de plus en plus d'investisseurs. En effet, le nombre de nouvelles *startups* créées chaque année s'approche du million et est en croissance perpétuelle (hors période Covid-19)¹². Ces sociétés se concentrent, durant l'amorçage, sur leur croissance et leur développement, au détriment de la rentabilité. Ainsi, pour financer l'accélération de cette croissance, les entrepreneurs sont prêts à ouvrir le capital de leurs sociétés. Face à cette demande, de très nombreux fonds d'investissement spécialisés dans le *Venture Capital* sont nés en France et en Europe. Ce marché présente en effet des possibilités de rendement considérables, mais s'accompagne généralement d'un risque plus élevé. Grâce à ces fonds de capital-risque, la France compte aujourd'hui 26 licornes (*startups* ayant dépassé le milliard de dollars de valorisation et non cotées en bourse comme par exemple ALAN, ANKORSTORE, BACK MARKET, BLABLACAR, CONTENTSQUARE, DEEZER, DOCTOLIB, EXOTEC, VEEPEE, etc.

¹¹ Source : LES ECHOS et Etude XERFI - « *Le capital-investissement* » (Mars 2022)

¹² Source : INSEE – Record de créations d'entreprises (Février 2021).



Figure 6 - Présentation des catégories des principaux intervenants sur le marché du *Private Equity* en France



Source : analyse FINEXSI, Etude XERFI

5.3 Tendances du secteur

Si les impacts de la crise de la Covid-19 ont freiné les investissements en 2020, les sociétés de capital-investissement ont largement rebondi en 2021 à l'instar d'EURAZEO avec un record du total des levées de fonds supérieur à 5 Mds€ en 2021¹³. Plusieurs facteurs contribuent aux prévisions de croissance du secteur.

Les indicateurs économiques, comme le PIB dont les estimations tablent désormais sur une hausse d'environ 3% en 2022¹⁴, sont globalement corrélés au marché du capital-investissement, notamment en raison de la diversification des portefeuilles de participations des acteurs du secteur. Cette augmentation du PIB devrait s'accompagner d'une consommation relancée en 2022 sous réserve de l'évolution de l'inflation. L'augmentation de la demande serait, dès lors, favorable pour le marché du *Private Equity*.

Par ailleurs, compte tenu de la volatilité des marchés financiers dans le contexte du conflit russo-ukrainien, les investisseurs pourraient se tourner davantage vers le marché des capitaux privés, où le rendement est plus important.

¹³ Source : Etude XERFI - « Le capital-investissement » (Mars 2022).

¹⁴ Source : OFCE, « la croissance du PIB en France ne devrait pas dépasser 2,7% en 2022, soit une baisse d'environ 1,5 point par rapport à sa prévision de l'automne dernier en raison de la multiplication et de la durée des "chocs" économiques » (mai 2022).



Aussi, les fortes croissances constatées en 2021 des secteurs de la santé et de la technologie stimuleront positivement les marchés et les investissements. À titre d'exemple, l'IoT (*Internet of Things*), en ce compris tous les objets connectés, est un sous-secteur de plus en plus important au sein du marché du numérique, et les prévisions indiquent un total de 50 milliards d'objets connectés d'ici 2025¹⁵. Les sociétés de ce secteur auront besoin de financer leur croissance pour répondre à la hausse de la demande, ce qui sera favorable aux fonds de *Private Equity*. Face au vieillissement de la population, et à l'arrivée de la technologie dans le secteur médical, de nombreuses sociétés du marché ont également le besoin de financer leur développement. Ainsi, de nombreux fonds de capital-investissement spécialisés dans la santé, le biomédical, ou la technologie médicale se sont créés, comme JEITO, LAUXERA ou SEVENTURE PARTNERS.

Enfin, de nombreuses sociétés ont bénéficié des Prêts Garantis par l'Etat (PGE) suite à la pandémie de la Covid-19. Lorsque les remboursements de ces prêts, souvent assortis d'un différé, auront débuté, les besoins en fonds propres de ces sociétés s'intensifieront, ce qui pourrait être favorable aux fonds de *Private Equity*.

¹⁵ Source : NEXTSTAGE AM – Document d'Enregistrement Universel 2021

6. Analyse financière de NEXTSTAGE

6.1 Compte de résultat consolidé sur la période 2017-2021

L'évolution du compte de résultat IFRS de NEXTSTAGE est résumée ci-après sur la période 2017-2021 :

Tableau 5 - Compte de résultat consolidé de NEXTSTAGE entre 2017 et 2021

En k€	12 mois				
	2017	2018	2019	2020	2021
Variation de juste valeur des actifs financiers	15 751	17 563	17 091	(33 813)	28 509
Dividendes	-	801	1 053	1 487	-
Intérêts des emprunts obligataires	562	871	320	542	2 065
Intérêts des avances en comptes courants	-	-	335	660	741
Revenus des actifs financiers	562	1 673	1 709	2 689	2 806
Variation de juste valeur et revenus des actifs financiers	16 313	19 236	18 800	(31 124)	31 315
<i>Croissance %</i>	<i>n.a.</i>	<i>17,9 %</i>	<i>(2,3)%</i>	<i>(265,6)%</i>	<i>(200,6)%</i>
Charges externes	(3 178)	(4 692)	(4 919)	(5 184)	(4 520)
Variation dépréciation des comptes courants (coût amorti)	-	-	-	(2 748)	(933)
Coût amorti & Charges externes	(3 178)	(4 692)	(4 919)	(7 932)	(5 453)
Résultat opérationnel	13 135	14 544	13 882	(39 056)	25 862
Produits de la trésorerie et équivalents de trésorerie	19	(744)	(68)	(111)	(141)
Coût de l'endettement financier brut	-	-	-	(519)	(298)
Coût de l'endettement financier net	19	(744)	(68)	(629)	(439)
Autres produits financiers	-	204	301	3	0
Autres charges financières	-	-	-	(2)	(0)
Résultat net	13 154	14 004	14 115	(39 685)	25 423

Sources : Documents de Référence 2017, 2018 et Documents d'Enregistrement Universel 2019 à 2021

6.1.1 Variation de la juste valeur et revenus des actifs financiers

Nous présentons ci-après l'évolution des produits opérationnels de la Société correspondant à la variation de la juste valeur des actifs financiers ainsi que des revenus des actifs financiers :

Tableau 6 - Evolution de la variation de juste valeur et revenus des actifs financiers de NEXTSTAGE entre 2017 et 2021

En k€	12 mois				
	2017	2018	2019	2020	2021
Variation de juste valeur des actifs financiers	15 751	17 563	17 091	(33 813)	28 509
Dividendes	-	801	1 053	1 487	-
Intérêts des emprunts obligataires	562	871	320	542	2 065
Intérêts des avances en comptes courants	-	-	335	660	741
Revenus des actifs financiers	562	1 673	1 709	2 689	2 806
Variation de juste valeur et revenus des actifs financiers	16 313	19 236	18 800	(31 124)	31 315
<i>Croissance %</i>	<i>n.a.</i>	<i>17,9 %</i>	<i>(2,3)%</i>	<i>(265,6)%</i>	<i>(200,6)%</i>

Sources : Documents de Référence 2017, 2018 et Documents d'Enregistrement Universel 2019 à 2021



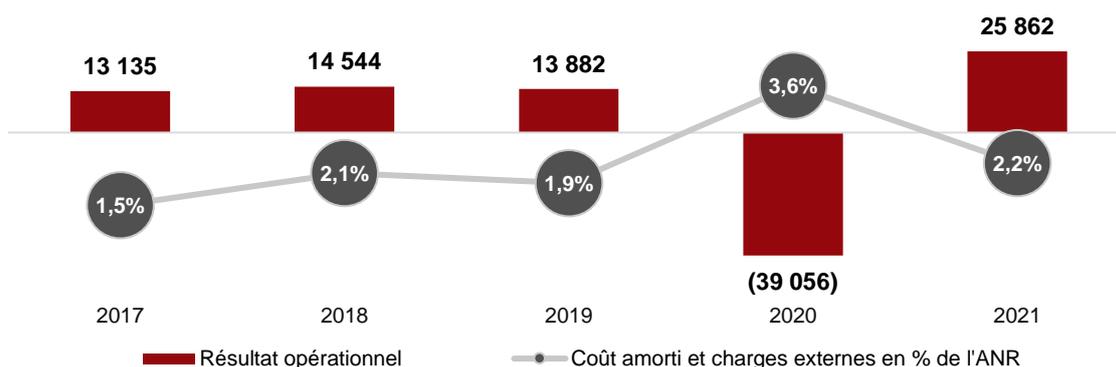
Les produits opérationnels de la Société découlent essentiellement de la variation de la juste valeur des actifs financiers (actions, obligations et comptes courants) dans le cadre des réévaluations semestrielles des participations, et plus marginalement, des revenus des actifs financiers :

- La juste valeur des actifs financiers a connu une croissance annuelle comprise entre 17,8 M€ et 17,6 M€ entre 2017 et 2019. En revanche, l'apparition de la crise de la Covid-19 à partir de la mi-février 2020 a eu effet significativement défavorable sur le portefeuille de la Société (-33,8 M€) et notamment sur les participations (en actions) des secteurs les plus impactés, en particulier la restauration comme pour BAGATELLE, le tourisme/ secteur industriel comme pour DREAM YACHT GROUP, la consommation discrétionnaire avec ADOPT et le divertissement avec ARKOSE. L'année 2021 a bénéficié du rebond de l'activité post crise (+28,5 M€).
- Les revenus des actifs financiers, se composant essentiellement de dividendes, d'intérêts des emprunts obligataires et d'intérêts des avances en comptes courants, ont connu une croissance continue, passant de 562 k€ en 2017 à 2.806 k€ en 2021. Il est à noter que les obligations ou les avances en comptes courants garantissent des revenus stables et réguliers à leurs porteurs, le montant du remboursement et des intérêts fixes étant connus à l'avance contrairement aux dividendes qui ont été notamment impactés dans le contexte de la crise sanitaire.

6.1.2 Résultat opérationnel

Nous rappelons ci-après le résultat opérationnel de la Société entre 2017 et 2021 qui découle des éléments susmentionnés, et de la variation de dépréciation des comptes courants (coût amorti), ainsi que des charges externes correspondant aux coûts de fonctionnement de la *holding*. Le coût amorti et les charges externes sont présentés en pourcentage de l'ANR de l'année correspondante.

Figure 7 - Evolution du résultat opérationnel de NEXTSTAGE entre 2017 et 2021



Sources : Documents de Référence 2017, 2018 et Documents d'Enregistrement Universel 2019 à 2021

En l'absence de variation de dépréciation des comptes courants, et compte tenu de charges externes globalement stables par rapport à l'ANR de la Société, le résultat opérationnel a connu une légère croissance entre 2017 (13.135 k€) et 2019 (13.882 k€).



Dans le contexte de la crise de la Covid-19 en 2020, le résultat opérationnel a fortement chuté jusqu'à atteindre -39.056 k€. Cette baisse est à mettre en regard de la variation négative de la juste valeur des actifs financiers et celle de la dépréciation des comptes courants (-2.748 k€), en plus de l'augmentation des charges externes non courantes et notamment des honoraires et frais sur acquisitions et cessions d'actifs ainsi que des honoraires des évaluateurs (soit au global 3,6% de l'ANR contre 1,9% l'exercice précédent).

Par ailleurs, la Société a bénéficié en 2021 du rebond post crise ainsi que d'une diminution des charges externes. Dans ce contexte, la Société a publié un résultat opérationnel d'environ 25,9 M€ au 31 décembre 2021, correspondant au niveau le plus élevé atteint sur la période analysée.

6.1.3 Résultat net

Compte tenu de leur faible montant, le coût de l'endettement financier net et le résultat financier marginal n'ont qu'un impact limité sur le niveau du résultat net de la période analysée.

6.2 Bilan consolidé sur la période 2017 - 2021

Nous représentons ci-après l'évolution du bilan IFRS de la société NEXTSTAGE entre le 31 décembre 2017 et le 31 décembre 2021 :

Tableau 7 - Bilan consolidé de NEXTSTAGE entre 2017 et 2021

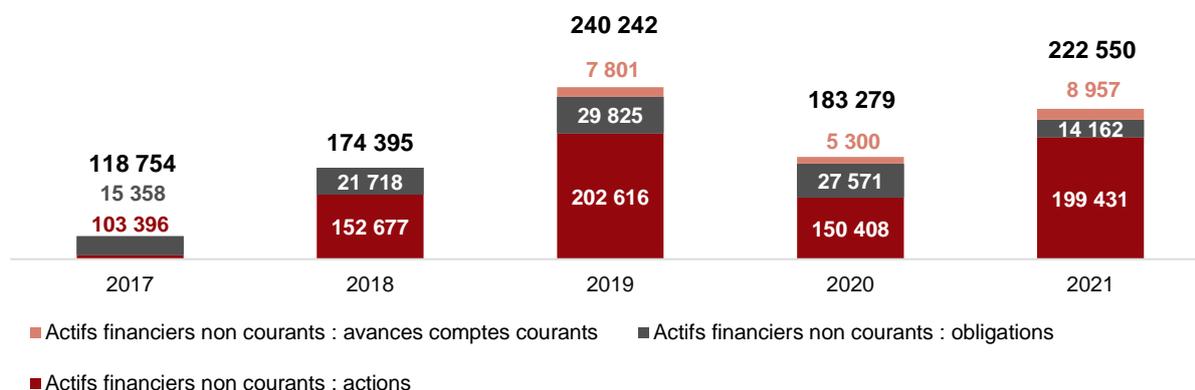
En k€	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021
Actifs financiers non courants : actions	103 396	152 677	202 616	150 408	199 431
Actifs financiers non courants : obligations	15 358	21 718	29 825	27 571	14 162
Actifs financiers non courants : avances comptes courants	-	-	7 801	5 300	8 957
Actifs non courants	118 754	174 395	240 242	183 279	222 550
Autres actifs	38	6 222	505	1 119	70
Equivalents de trésorerie	93 966	47 838	19 311	34 505	39 079
Trésorerie	257	1 490	1 297	1 353	904
Actifs courants	94 261	55 551	21 113	36 977	40 053
Total Actif	213 015	229 946	261 355	220 256	262 603
Capital	7 168	7 543	8 170	8 357	8 275
Primes liées au capital	183 853	183 966	202 973	201 822	199 516
Réserves	8 224	21 367	35 255	49 172	10 099
Résultat de l'exercice	13 154	14 004	14 115	(39 685)	25 423
Capitaux propres	212 399	226 880	260 512	219 666	243 313
Emprunts et dettes financières	-	-	-	-	17 000
Passifs non courants	-	-	-	-	17 000
Emprunts et dettes financières (part à moins d'un an)	-	-	-	36	109
Dettes sur actifs financiers non courants	-	2 385	-	-	1 502
Dettes fournisseurs et autres dettes	616	681	843	554	680
Passifs courants	616	3 066	843	590	2 290
Total Passif	213 015	229 946	261 355	220 256	262 603

Sources : Documents de Référence 2017, 2018 et Documents d'Enregistrement Universel 2019 à 2021



6.2.1 Actifs non courants

Figure 8 - Evolution des actifs non courants de NEXTSTAGE entre 2017 et 2021



Sources : Documents de Référence 2017, 2018 et Documents d'Enregistrement Universel 2019 à 2021

Les actifs non courants se composent essentiellement d'immobilisations financières au titre des participations prises par la Société dans des sociétés non cotées, au travers de différents instruments pouvant donner accès au capital (actions, obligations convertibles par exemple) mais également des obligations simples ou des avances en comptes courants.

Ces actifs non courants font l'objet d'une réévaluation et d'une publication trimestrielle de la part de la Société selon les modalités présentées ci-après (§6.2.4), étant toutefois précisé que NEXTSTAGE ne revalorise pas ses participations au 31 mars et au 30 septembre de chaque année, sauf en cas de survenance d'un évènement significatif.

Après une progression significative entre 2017 et 2019, les actifs non courants ont été largement impactés par la crise sanitaire Covid-19 en 2020 et notamment les actions.

6.2.1.1 Actions

Ce poste est constitué des actions détenues par NEXTSTAGE dans les différentes sociétés dans lesquelles elle détient une participation.

La juste valeur de ces actifs a connu une croissance de 49.281 k€ entre le 31 décembre 2017 et le 31 décembre 2018. Outre la croissance de la valeur des participations déjà détenues en début d'exercice par la Société et la cession réalisée avec le rachat d'EFESO CONSULTING par EURAZEO PME, cette évolution est principalement liée :

- À la prise de participations dans les sociétés ARKOSE, ATREAM et VINCI TECHNOLOGIES pour des montants respectifs de 7.002 k€, 16.672 k€¹⁶ et 8.237 k€ ;
- Au réinvestissement dans la société LINXEA pour un montant de 282 k€.

¹⁶ Dont un complément de prix à verser en 2019 estimé à 2.385.168€.



La croissance de la valeur des actions détenues par la Société au cours de l'exercice 2019 (de 152.677 k€ à 202.616 k€), s'explique principalement par :

- L'impact de la réévaluation des actions déjà détenues au 31 décembre 2018 ;
- La prise de participations dans les sociétés BAGATELLE (+10.048 k€ en mars 2019), LOCAMOD (+220 k€ en avril 2019), YSEOP (+7.253 k€) et PORT ADHOC (+ 8.000 k€ en septembre 2019) ;
- Le réinvestissement en 2019 dans des sociétés où la Société était déjà exposée, à l'instar d'YSEOP (+7.253 k€), de LINXEA (+7.201 k€), d'ADOPT (+363 k€) et de DREAM YACHT CHARTER (+1.111 k€) au titre d'une augmentation de capital.

En 2020, la cession de la participation dans LA COMPAGNIE DU CATAMARAN (FONTAINE PAJOT) pour 24.447 k€¹⁷, ainsi que la revalorisation des différentes participations dans le contexte de la crise sanitaire, expliquent principalement la baisse observée au 31 décembre 2020.

Enfin, la hausse de 49.024 k€ observée en 2021 s'explique notamment par :

- L'impact de la réévaluation des actions déjà détenues au 31 décembre 2020 dans un contexte de début de sortie de crise sanitaire ;
- La conversion d'un emprunt obligataire en actions de la société NATURABAY de 6.809 k€ ;
- Le réinvestissement dans les sociétés ATREAM et YSEOP d'un montant de 2.500 k€ et de 1 899 k€ respectivement ;
- Le réinvestissement aux côtés de BENETEAU et de PPF (principal groupe financier d'Europe centrale) dans la société DREAM YACHT GROUP. En effet, nous rappelons que dans le cadre d'une procédure de conciliation, un accord a été signé fin juillet 2021 avec l'ensemble des partenaires bancaires, prévoyant une prise de participation majoritaire dans le capital de cette société par PPF accompagné de BENETEAU. Dans ce contexte, NEXTSTAGE a réinvesti environ 1,1 M€ au titre d'une augmentation de capital d'actions ordinaires en complément de la conversion en actions d'obligations convertibles pour environ 3,4 M€. NEXTSTAGE s'est également engagé à réinvestir 1,5 M€ dans cette société d'ici septembre 2022.

6.2.1.2 Obligations

NEXTSTAGE a souscrit des obligations (simples, convertibles ou remboursables en actions) émises par certaines sociétés dans lesquelles elle détient une participation :

- Au 31 décembre 2018, la juste valeur de ces obligations s'élève à 21.718 k€, en hausse de 6.360 k€ par rapport au 31 décembre 2017. Cette évolution s'explique notamment par la souscription d'obligations auprès des sociétés LINXEA, NATURABAY et DREAM YACHT CHARTER ;

¹⁷ Soit une plus-value de 17.421 k€.



- Entre le 31 décembre 2018 et le 31 décembre 2019, la hausse de 21.718 k€ à 29.825 k€ s'explique notamment par la souscription par NEXTSTAGE d'obligations émises par LOCAMOD pour 8.409 k€ partiellement compensée par la conversion en actions des obligations souscrites auprès des sociétés LINXEA et ODRIVE pour des montants de 4.224 k€ et 2.000 k€ respectivement ;
- Au 31 décembre 2021, la juste valeur de ces actifs s'établit à 14.162 k€, en baisse de 13.409 k€, du fait de la conversion des obligations des sociétés NATURABAY et DREAM YACHT CHARTER pour des montants de 9.009 k€ et de 2.941 k€ respectivement.

6.2.1.3 Avances comptes courants

Ce poste comptabilise les différentes avances en comptes courants accordées par NEXTSTAGE à ses différentes participations :

- En 2018, la Société a consenti à des avances en comptes courants pour les sociétés OODRIVE (1.200 k€) et DREAM YACHT CHARTER (1.111 k€) ;
- En 2019, la Société a consenti à des avances en comptes courants pour les sociétés LONSDALE (1.225 k€) et BAGATELLE (6 241 K€) ;
- Le 30 juin 2020, la juste valeur des avances en comptes courants a diminué de 2.501 k€, en lien avec la conversion des avances en comptes courants de 1.225 k€ de la société LONSDALE en actions de préférence ;
- Le 31 décembre 2021, les avances en comptes courants accordées par la Société s'établissaient à 8.957 k€, en hausse de 3.657 k€ par rapport à l'exercice précédent, en lien avec la nouvelle avance accordée à la société BAGATELLE.

6.2.2 Structure financière

6.2.2.1 Trésorerie/(dette) nette

Tableau 8 - Evolution de la trésorerie/(dette) nette de NEXTSTAGE entre 2017 et 2021

En k€	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021
Equivalents de trésorerie	93 966	47 838	19 311	34 505	39 079
Trésorerie	257	1 490	1 297	1 353	904
Trésorerie et équivalents de trésorerie	94 224	49 328	20 608	35 858	39 983
Emprunts et dettes financières	-	-	-	-	(17 000)
Emprunts et dettes financières (part à moins d'un an)	-	-	-	(36)	
Endettement financier brut	-	-	-	(36)	(17 000)
Trésorerie (dette) nette	94 224	49 328	20 608	35 822	22 983

Sources : Documents de Référence 2017, 2018 et Documents d'Enregistrement Universel 2019 à 2021

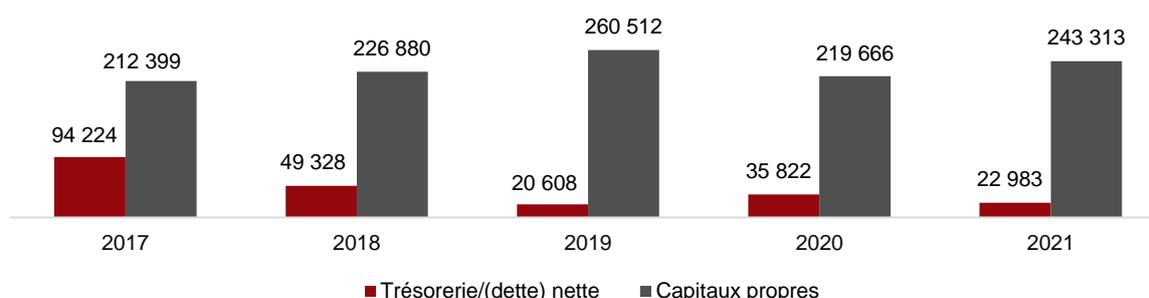


Il est à noter que la trésorerie nette a significativement baissé au cours des cinq derniers exercices clos, passant de 94.224 k€ au 31 décembre 2017 à 22.983 k€ au 31 décembre 2021. Nous résumons ci-après les principales variations :

- La Société a consommé de la trésorerie sur l'exercice 2018 en lien avec les différentes prises de participation en actions (29.807 k€) et en obligations (5.448 k€). Dès lors, la position de trésorerie nette s'établissait à 49.328 k€ au 31 décembre 2018, contre 94.224 k€ un an plus tôt ;
- À la clôture de l'exercice suivant, la trésorerie nette de la Société s'établissait à 20.608 k€, en baisse de 28.720 k€, au regard des prises de participation en actions, en obligations ainsi que des avances en comptes courants, pour des montants de 35.954 k€, 11.575 k€ et de 7.466 k€ respectivement, financés également par l'activité et par le produit d'une augmentation de capital de 22.021 k€ ;
- Dans le contexte de la crise de la Covid-19, la Société s'est concentrée sur la préservation de ses liquidités. Dès lors, la trésorerie nette de NEXTSTAGE a connu une augmentation de 15.214 k€ au 31 décembre 2020 à 35.822 k€, compte tenu de la cession de FONTAINE PAJOT (+24.447 k€) ;
- Enfin au cours de l'exercice 2021, NEXTSTAGE a souscrit à un emprunt de 17.000 k€ auprès de NATIXIS dont le terme est fixé au 23 janvier 2023, étant rappelé que l'endettement financier brut de la Société ne peut pas excéder 10% de l'Actif Net Réévalué (ANR), conformément aux obligations des Sociétés de Capital Risques (SCR).

6.2.2.2 Capitaux propres

Figure 9 - Evolution de la structure financière de NEXTSTAGE entre 2017 et 2021



Sources : Documents de Référence 2017, 2018 et Documents d'Enregistrement Universel 2019 à 2021

Sur la période analysée, les capitaux propres de la Société ont atteint un maximum à fin décembre 2019 en s'établissant à 260.512 k€ avant de diminuer jusqu'à atteindre 219.666 k€ au 31 décembre 2020 en lien avec le résultat net déficitaire susmentionné. Au 31 décembre 2021, les capitaux propres s'établissaient à 243.313 k€ (cf. ANR ci-après avant neutralisation des ADP C).



6.2.3 Besoin en Fonds de Roulement (BFR)

Nous présentons ci-après, l'évolution du BFR de NEXTSTAGE telle que celle-ci ressort de la communication financière de la Société :

Tableau 9 - Evolution du BFR de NEXTSTAGE entre 2017 et 2021

En k€	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021
Autres actifs	38	368	10	34	70
Dettes sur actifs financiers non courants	-	(2 385)	-	-	
Dettes fournisseurs et autres dettes	(616)	(681)	(843)	(554)	(680)
Emprunts et dettes financières (part à moins d'un an)	-	-	-		(109)
BFR	(579)	(2 698)	(832)	(520)	(719)
<i>Variation du BFR</i>	<i>n.a.</i>	<i>(2 119)</i>	<i>1 866</i>	<i>312</i>	<i>(198)</i>

Sources : Documents de Référence 2017, 2018 et Documents d'Enregistrement Universel 2019 à 2021

Il est à noter que le BFR est négatif sur toute la période analysée, en l'absence notamment de stocks et de créances clients :

- Au 31 décembre 2018, le BFR de la Société s'établissait à -2.698 k€, en baisse par rapport à 2017, compte tenu de la comptabilisation d'une dette sur actifs financiers non courants (2.385 k€) qui correspond à un complément de prix sur les titres de la société ATREAM.
- Au 31 décembre 2019 et au 31 décembre 2020, le BFR se composait majoritairement de dettes fournisseurs et autres dettes et s'établissait respectivement à -832 k€ et à -520 k€.
- L'évolution sur 2021 s'explique par la prise en compte des intérêts de la ligne de crédit NATIXIS dans le calcul du BFR de la Société.

6.2.4 Actif Net Réévalué (ANR)

L'ANR de la Société est calculé trimestriellement, selon une approche conforme à la norme IFRS 13 et aux recommandations de l'IPEV, par NEXTSTAGE AM sous la responsabilité de Monsieur Grégoire SENTILHES, avec l'intervention du Directeur Administratif et Financier et l'assistance du cabinet AD ASTRA BY IN EXTENSO (anciennement DELOITTE).

Ces évaluations sont validées par le Comité d'audit de NEXTSTAGE qui s'appuie sur les travaux du cabinet SORGEM EVALUATION qui prépare semestriellement un rapport détaillant pour chaque participation une fourchette de valorisation sur la base de méthodes et hypothèses détaillées.

L'ANR est ainsi validé trimestriellement par le Comité d'audit puis par le Conseil de Surveillance.

Pour mémoire, NEXTSTAGE ne revalorise pas ses participations au 31 mars et au 30 septembre de chaque année, sauf en cas de survenance d'un évènement significatif.



Nous représentons ci-après le calcul de l'ANR tel que calculé par la Société :

Tableau 10 - Evolution de l'ANR de NEXTSTAGE sur la période 2017- 31 mars 2022

En M€	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/03/2022
Participations cotées	-	-	-	-	-	-
Participations non-cotées	103,4	152,7	202,6	150,4	199,4	194,4
Obligations	15,4	25,2	29,8	27,6	14,2	14,2
Avances en comptes courants	-	2,4	8,3	6,4	9,0	9,0
Trésorerie/(dette) nette	94,2	49,3	20,6	35,8	23,0	21,3
BFR	(0,6)	(2,7)	(0,8)	(0,5)	(0,7)	4,2
Dettes sur investissement	-	-	-	-	(1,5)	(1,5)
ANR avant neutralisation des ADP C	212,4	226,9	260,5	219,7	243,3	241,5
ADP C	(1,5)	(2,0)	(2,0)	(2,3)	(2,3)	(2,3)
ANR après neutralisation des ADP C	210,9	224,9	258,5	217,4	241,1	239,2
Nombre d'actions ordinaires (en milliers)*	1 910,3	1 910,3	2 109,4	2 093,5	2 073,2	2 067,8
ANR par action ordinaire	110,4 €	117,7 €	122,5 €	103,9 €	116,3 €	115,7 €

*Nombre d'actions ordinaires hors actions auto-détenues

Sources : Documents de Référence 2017, 2018 et Documents d'Enregistrement Universel 2019 à 2021, communiqué de presse de l'ANR du premier trimestre 2022

L'ANR de la Société a augmenté entre le 31 décembre 2017 et le 31 décembre 2021. Nous présentons ci-après les variations de ce poste sur la période analysée, au regard des évolutions présentées ci-avant :

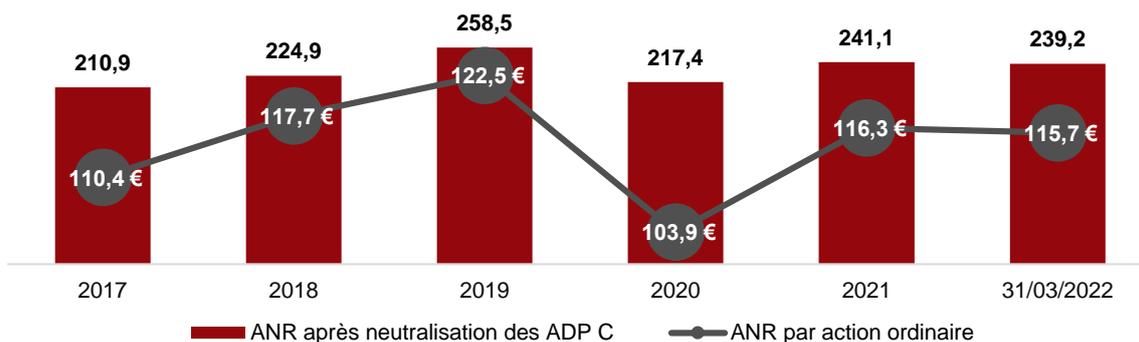
- Entre le 31 décembre 2017 et le 31 décembre 2019, l'ANR de la Société a connu une croissance passant de 210,9 M€ à 258,5 M€ qui s'explique principalement par la variation de juste valeur des actifs financiers sur la période, les nouvelles prises de participations, (que ce soit en actions, en obligations, ou en comptes courants) et les augmentations de capital réalisées ;
- La baisse de la juste valeur des participations explique principalement la chute de l'ANR au 31 décembre 2020 ;
- Compte tenu des réinvestissements entrepris par la Société ainsi que des réévaluations des participations bénéficiant du rebond post crise sanitaire, l'ANR a repris sa croissance au 31 décembre 2021 pour atteindre 241,1 M€, soit 116,3€ par action ordinaire ;
- L'ANR a connu une légère baisse au premier trimestre de 2022, passant de 241,1 M€ au 31 décembre 2021 à 239,2 M€ au 31 mars 2022 étant rappelé qu'il n'est pas effectué de revalorisation du portefeuille dans le cadre de l'établissement de l'ANR trimestriel¹⁸. L'ANR par action ordinaire au 31 mars 2022 s'élève à 115,7€, en baisse de -0,5% par rapport au 31 décembre 2021.

¹⁸ L'évolution de l'ANR à fin mars ne tient compte que des frais d'exploitation imputables sur le 1^{er} trimestre 2022 et de la cession de la participation COORPACADEMY.



Il est à noter que l'ANR est déterminé par action ordinaire et est donc minoré de la valeur des ADP C qui pour rappel ne donnent pas droit au dividende, ni au boni de liquidation. La valeur de celles-ci a connu une hausse entre le 31 décembre 2017 et le 31 décembre 2021, passant de 1,5 M€ à 2,3 M€, en lien avec les augmentations de capital réalisées. Dans la mesure où les critères de conversion n'ont jamais été atteints depuis l'introduction en bourse de la Société, la quote-part des ADP C dans l'actif net se réduit aux montants qu'elles représentent dans le capital et les primes d'émission.

Figure 10 - Evolution de l'ANR (en M€) et de l'ANR par action (en €) de NEXTSTAGE sur la période 2017- 31 mars 2022



Sources : Documents de Référence 2017, 2018 et Documents d'Enregistrement Universel 2019 à 2021, communiqué de presse de l'ANR du premier trimestre 2022

Pour mémoire, tel qu'indiqué dans le Projet de Note d'information, la Société devrait publier le 27 juillet 2022 une estimation de son ANR au 30 juin 2022. Celui-ci s'établirait (avant neutralisation des actions de préférence) à 245,3 M€.

A cette même date, l'ANR par action ordinaire estimé s'établirait à 117,6€.

6.3 Matrice SWOT

Les forces et faiblesses de la Société, ainsi que les menaces et opportunités auxquelles elle est confrontée sur ses marchés, sont synthétisées dans la matrice ci-dessous :

Figure 11 - Matrice SWOT



Source : analyses FINEXSI, Société



7. Evaluation des actions de la société NEXTSTAGE

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritères *standalone* de la société NEXTSTAGE dont les modalités et résultats sont exposés ci-après.

7.1 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

7.1.1 Transaction récente intervenue sur le capital de la Société

Cette méthode consiste à évaluer une société par référence aux transactions significatives intervenues récemment sur son capital.

Il n'existe pas à notre connaissance de transaction significative récente sur le capital de la Société, autres que celles prévues dans le cadre de l'Offre.

À titre indicatif, nous rappelons que la dernière augmentation de capital par émission d'actions ordinaires nouvelles avec suppression du DPS au titre d'un placement privé a été réalisée le 29 juillet 2019 au prix de 96€ par action NEXTSTAGE (prime d'émission incluse) pour un montant définitif de 22,4 M€ (soit une émission de 233.585 actions ordinaires). Cette référence trop ancienne n'a pas été considérée comme pertinente.

7.1.2 Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

Au cas d'espèce, cette méthode n'est pas pertinente dans la mesure où NEXTSTAGE est une société d'investissement qui dispose d'un portefeuille diversifié d'actifs. Il est difficile de modéliser les acquisitions et cessions. L'approche par l'ANR permet de donner une vision de la valeur à date des participations détenues.

7.1.3 Actualisation des dividendes futurs

Cette méthode, qui consiste à actualiser les dividendes futurs, est dépendante de la politique de distribution décidée par la direction et présente le biais de mieux valoriser les sociétés dont les taux de distribution sont les plus élevés, sans tenir compte de l'impact à moyen terme des arbitrages entre distribution, autofinancement et investissement.



La Société n'ayant pas procédé à des distributions de dividendes depuis sa constitution, et n'ayant pas non plus annoncé au marché de prévisions en matière de distribution, cette méthode n'a pas été mise en œuvre.

7.1.4 Transactions comparables

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors des opérations de rachat total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. Cette approche est limitée par la difficulté à identifier des transactions pleinement comparables en termes de taille et de positionnement (géographie, stratégie d'investissement, âge moyen du portefeuille...), ainsi qu'à disposer d'une information complète sur les cibles et les conditions des transactions.

La mise en œuvre de cette méthode suggère de disposer de transactions récentes portant sur des sociétés opérant dans le domaine du *Private Equity* comparables à NEXTSTAGE. Compte tenu des disparités sectorielles au niveau des sociétés cibles de ces transactions, notamment la composition de leurs portefeuilles, de leur date de réalisation ainsi que des arbitrages d'acquisitions et de cessions de participations avec des horizons d'investissement propres à chaque stratégie, cette méthode n'a pas été retenue.

Toutefois, nous avons identifié les quatre opérations visant les cibles suivantes et dont nous rappelons ci-après les principales caractéristiques :

- ALTUR INVESTISSEMENT (société de capital-investissement cotée et spécialisée dans la prise de participations dans des entreprises essentiellement non cotées et en forte croissance dont la capitalisation est inférieure à 100 M€) ;
- ALTAMIR (société de *Private Equity* cotée avec près de 1 Md€ d'actifs sous gestion) ;
- FIMALAC (société *holding* française avec cinq pôles d'activités : le secteur numérique avec WEBEDIA, le secteur du divertissement avec 3S ENTERTAINMENT, le capital investissement avec 5% de WARBURG PINCUS, les activités immobilières avec NORTH COLONNADE LTD, et l'hôtellerie et les loisirs avec FIMALAC DEVELOPPEMENT) ; et
- SALVEPAR (*holding* de participations qui investit dans des actions ou des instruments (obligations convertibles, OCEANE, etc.) donnant accès au capital de sociétés de taille moyenne cotées et non cotées, évoluant dans divers secteurs d'activité).

Tableau 11 - Rappel des principales caractéristiques des transactions identifiées (à titre indicatif uniquement)

Cible	Intention de retrait obligatoire	Prime/(décote) cours de bourse sur ANR	Parité d'échange	Prix d'offre par action	Prime/(décote) du prix d'offre sur ANR expert	Prime/(décote) sur dernier ANR publié	Prime/(décote) du prix d'offre sur cours	Prime/(décote) sur obj. de cours des analystes
Altur Investissement (OPA 2021)	x	(39,9%)		€ 5,80	(33,8%)	(39,4%)	+15,9% / +22,7%	
Altamir (OPA 2018)	x	(34,0%)		€ 17,36	(20,8%)	(19,4%)	+12,4% / +26,9%	
Fimalac (OPAS 2017)	✓	(14,8%)*		€ 131,00	(5,8)% / +10,0%		+21,4% / +25,1%	
Salvepar (OPES-OPAS 2017)	✓	(13,3%)	2,6333 actions TC à émettre pour 1 action Salvepar	55,3€ pour les AO 61,63€ pour les ORNANE	+4,5% (retraité de la valeur intrinsèque des ADP)	-	+12,8% / +18,8%	10,6%

*Sur la base de la valeur centrale de l'ANR calculé par l'expert indépendant, en l'absence d'ANR publié par la Société.

Sources : analyses FINEXSI



Pour mémoire, nous observons que la prime offerte par le prix proposé dans le cadre de l'Offre en numéraire induit une prime sur le cours de bourse de la Société (primes comprises entre +20,3% et +24,8% par référence aux cours moyens pondérés du titre NEXTSTAGE sur les douze derniers mois - cf. §7.3.3) ressortant à des niveaux comparables à ceux proposés dans le cadre de ces transactions.

7.1.5 Comparables boursiers

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples, observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité et aux agrégats jugés comparables. La pertinence de cette méthode est dépendante du fait de disposer d'un échantillon de sociétés similaires en termes de secteur d'activité, de taille, de profil de risque, de profil géographique et de rentabilité.

Compte tenu de la diversité des acteurs cotés en bourse dont la taille, la stratégie d'investissement et la structure du portefeuille sont différentes de celles de NEXTSTAGE, cette méthode n'a pas été retenue pour valoriser la Société.

7.2 Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu une approche multicritères qui comprend les références et méthodes d'évaluation suivantes :

À titre principal :

- La méthode de l'Actif Net comptable Réévalué (ANR) (cf. §7.3.1).

À titre secondaire :

- L'analyse des objectifs de cours des analystes financiers suivant le titre NEXTSTAGE (cf. §7.3.2).
- L'analyse du cours de bourse de NEXTSTAGE (cf. §7.3.3).

À titre indicatif :

- La valeur induite par l'augmentation de capital de l'Initiateur préalable à l'Offre (cf. §7.3.4).

Nous détaillons, dans leur examen, notre appréciation sur la pertinence relative de chacun de ces critères.

Nous rappellerons également à titre d'information les ANR publiés par la Société au 31 décembre 2021 et au 31 mars 2022 et l'ANR de la Société estimé au 30 juin 2022 tel qu'il figure dans le Projet de Note d'Information.



7.3 Mise en œuvre de la valorisation de la société NEXTSTAGE

7.3.1 Actif Net Réévalué (à titre principal)

La méthode de l'Actif Net comptable Réévalué consiste à corriger l'actif net comptable des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (*holdings* d'investissement, foncières) est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché et les acquisitions et cessions de tels actifs constituent le processus d'exploitation, ce qui est effectivement le cas de NEXTSTAGE qui dispose d'un portefeuille diversifié d'actifs (actions, obligations, comptes-courants, etc.).

7.3.1.1 Méthodologie retenue par FINEXSI

Nous avons déterminé l'ANR de la Société en réévaluant les actifs financiers non courants de la Société, c'est-à-dire son portefeuille d'investissement (actions et obligations des différentes sociétés du portefeuille de NEXTSTAGE).

La valeur des actions détenues par NEXTSTAGE dans ses participations a été appréciée par la mise en œuvre, dans la mesure du possible, d'une évaluation multicritères pour chacune d'entre elles. Les différentes méthodes que nous avons utilisées pour l'évaluation des sociétés du portefeuille sont les suivantes :

- **La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels** lorsque nous disposons d'un plan d'affaires suffisamment récent. Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une société par l'actualisation des flux de trésorerie issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché *vis-à-vis* de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan ;
- **La référence à des transactions récentes intervenues sur le capital de la société** et considérées comme pertinentes. Ces références pouvant souvent s'assimiler à une augmentation de capital, à un investissement récent en obligations ou à un rachat d'actions par exemple, constituent dans certains cas, une référence pertinente pour apprécier la juste valeur de la participation ;
- **La méthode analogique des comparables boursiers** consistant à déterminer la valeur d'une société par application de multiples, observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité et aux agrégats jugés comparables en termes de secteur d'activité, de taille, de profil de risque, de profil géographique et de rentabilité. Il est à noter que nous avons calculé les multiples boursiers en date du 15 juin 2022 afin de tenir compte du contexte macroéconomique actuel et notamment l'impact de la guerre en Ukraine.

Dans le cadre de nos approches, nous avons tenu compte, le cas échéant, de l'impact de la répartition différenciée du boni de cession des sociétés considérées au titre des droits particuliers attachés aux actions de préférence.



Par ailleurs, dans le cadre des valorisations, nous avons analysé la nécessité de tenir compte de différents facteurs comme la taille, l'illiquidité, et des situations particulières telles que des incertitudes sur les perspectives dans un contexte particulier. Ces analyses ont été réalisées en tenant compte des spécificités de chaque participation. Des décotes d'illiquidité et/ou de taille (Source : IBBOTOSON / DUFF & PHELPS) ont ainsi été considérées.

Les obligations détenues par NEXTSTAGE ont quant à elles été valorisées au nominal en tenant compte des intérêts courus au 31 décembre 2021, et, s'agissant des obligations convertibles, du caractère probable ou non de leur conversion et, le cas échéant, de la valeur des primes de non-conversion au 31 décembre 2021. Pour mémoire, nous nous sommes assurés de ne pas retenir deux fois ces produits financiers dans le cadre de notre ANR.

Les autres actifs et passifs (emprunts et dettes financières, dettes sur actifs financiers non courants, dettes fournisseurs et autres dettes) de la Société ont été retenus pour leur valeur nette comptable jugée représentative de leur valeur réelle.

Nous avons fondé notre approche sur les comptes de la Société au 31 décembre 2021 étant précisé que nous avons tenu compte des événements intervenus postérieurement à cette date de nature à impacter significativement la valeur de NEXTSTAGE. Pour mémoire, (i) s'agissant d'une transaction récente, il a été considéré que la valeur de l'investissement réalisé dans EUROBIO SCIENTIFIC était le reflet de sa valeur réelle et (ii) la plus-value de cession de la participation dans COORPACADEMY réalisée au 31 mars 2022 a été appréhendée dans nos calculs.

Nous avons enfin déterminé la valeur de l'action ordinaire NEXTSTAGE en tenant compte de l'existence du mécanisme de *carried interest* (ADP C) et d'une décote de *holding* dont le quantum a été fixé selon l'analyse présentée ci-après (cf. §7.3.1.4).

7.3.1.2 Observations et limitations

Il est à noter que nous avons été confrontés aux limitations suivantes dans le cadre de nos travaux d'évaluation, sans que cela ne remette en cause la pertinence de la valorisation multicritères des participations du portefeuille de la Société :

- Compte tenu du caractère globalement minoritaire des participations détenues par NEXTSTAGE, l'accès à l'information a pu s'avérer parfois limité ;
- En l'absence de projections financières sur certaines participations, nous avons fondé nos valorisations sur les agrégats du dernier exercice clos et nous nous sommes fait confirmer par le management de NEXTSTAGE AM qu'à leur connaissance cette approche n'était pas de nature à introduire un biais dans notre appréciation de la valorisation de ces sociétés au regard des informations à leur disposition ;
- Les comptes consolidés du dernier exercice clos étant en cours d'établissement pour quelques participations, nous nous sommes assurés de retenir une position de dette nette qui reflétait un atterrissage à meilleure date, ou le cas échéant, une position de dette nette récente ;
- Certains plans d'intéressement sont en train d'être mis en place au niveau de plusieurs participations. Compte tenu du fait que les modalités ne sont pas encore arrêtées pour certaines d'entre elles, nous n'avons pas été en mesure d'en apprécier le potentiel impact ;



- Les engagements hors bilan, les engagements concernant des clauses de retour à meilleure fortune indexées sur des conditions de performance (TRI cible) ou les compléments de prix liés à la valorisation de sortie du sous-jacent, ont été étudiés au cas par cas. Par cohérence, les engagements en dehors de la monnaie à date n'ont pas été pris en compte dans nos valorisations.

7.3.1.3 Calcul de l'ANR standalone de la Société avant décote

À l'issue de nos travaux de valorisation, l'ANR de la Société, avant neutralisation des ADP C et décote de *holding*, ressort comme suit :

Tableau 12 - Calcul de l'ANR par FINEXSI au 31 décembre 2021

En k€ au 31 décembre 2021	VNC*	ANR	
		Min	Max
Actifs financiers non courants : Actions	199 431	212 766	232 064
Actifs financiers non courants : Obligations	14 162	7 560	7 560
Actifs financiers non courants : Avances comptes courants	8 957	8 957	8 957
Total actifs non courants	222 550	229 283	248 581
Autres actifs	70	70	70
Trésorerie et équivalents de trésorerie	39 983	39 983	39 983
Total actifs courants	40 053	40 053	40 053
Total Actif (1)	262 603	269 336	288 634
Emprunts et dettes financières	17 000	17 000	17 000
Emprunts et dettes financières (à moins d'un an)	109	109	109
Dettes sur actifs financiers non courants	1 502	1 502	1 502
Dettes fournisseurs et autres dettes	680	680	680
Total Passif (2)	19 291	19 291	19 291
Actif Net Réévalué avant neutralisation des ADP : (1) - (2)	243 312	250 045	269 343

*Valeur Nette Comptable (VNC) telle qu'elle ressort des comptes consolidés de la Société au 31 décembre 2021.

Sources : Société, analyses FINEXSI

Il est important de rappeler ici qu'afin d'aligner les intérêts des attributaires de *carried interest* avec ceux des porteurs d'AO, le mécanisme de *carried interest* a été structuré sous la forme d'une souscription par les personnes bénéficiaires d'ADP C. Ces dernières sont convertibles annuellement en actions ordinaires si et seulement si la capitalisation boursière en fin d'un exercice donné (hors opération externe sur capital) augmenté du dividende éventuellement versé excède 8% de la capitalisation boursière de début d'exercice¹⁹, ce qui n'est pas le cas à date compte tenu de l'évolution du cours de bourse (cf. §7.3.3). Par cohérence, nous n'avons donc pas tenu compte de l'impact dilutif de la conversion des ADP C.

¹⁹ Sous réserve de la clause de *High Water Mark* (cf. §4.2.1.3).



Par ailleurs, nous rappelons que celles-ci sont dépourvues de droit de vote et de DPS pour toute augmentation de capital d'AO. En revanche, celles-ci disposent d'un DPS pour toute augmentation de capital en numéraire par émission d'ADP C. Ces dernières ne donnent pas droit au boni de liquidation et sont privées de tout droit aux dividendes au titre des cinq premières années suivant leur émission. Au-delà, les ADP C disposent d'un droit limité de participation aux dividendes (de 1% du montant total des dividendes distribués pour l'ensemble des ADP C) étant rappelé que la Société n'a jamais distribué de dividende.

Dans ce contexte, les ADP C ne donnant pas droit au boni de liquidation, leur quote-part dans l'actif net est limitée au montant qu'elles représentent dans le capital et les primes d'émission de la Société. Ainsi, nous avons minoré notre ANR à hauteur de la quote-part des ADP C dans les capitaux propres (capital et primes d'émission) de la Société, soit 2.252 k€ au 31 décembre 2021.

Ainsi, nous présentons ci-après notre calcul de l'ANR au 31 décembre 2021, avant prise en compte de la décote de *holding* :

Tableau 13 - ANR par action ordinaire (avant prise en compte d'une décote de *holding*) au 31 décembre 2021

En k€ au 31 décembre 2021	Min	Max
Actif Net Réévalué avant neutralisation des ADP	250 045	269 343
Actions de préférence	(2 252)	(2 252)
Actif Net Réévalué après neutralisation des ADP (k€)	247 793	267 091

Sources : Société, analyses FINEXSI

Sur ces bases, notre ANR de la Société s'établit dans une fourchette comprise entre 247,8 M€ et 267,1 M€ au 31 décembre 2021 après neutralisation des ADP C et avant prise en compte de la décote de *holding*.

7.3.1.4 Prise en compte d'une décote de *holding*

Une décote de *holding* est souvent constatée sur les sociétés *holding* cotées en bourse. Celle-ci se matérialise par la différence entre la capitalisation boursière et l'ANR de ces sociétés. Outre des caractéristiques propres à chacune des *holdings*, cette décote s'explique généralement par :

- La décote de minorité liée à l'absence de contrôle de la société *holding* sur les participations. En effet, cette dernière peut traduire un ajustement à la baisse de la valeur des titres d'une société afin de prendre en compte le fait que le détenteur des titres n'est pas majoritaire dans le capital de la société et ne peut donc influencer sur les performances opérationnelles de la société et sur l'utilisation de ses flux de trésorerie (gouvernance, politique de distribution de dividendes, et stratégie notamment) ;
- L'illiquidité des actifs possédés par la société *holding* ;
- Les frais de fonctionnement de la société *holding* ;
- L'impact de la fiscalité sur les plus-values latentes.



Au cas d'espèce :

- Les participations de NEXTSTAGE sont quasi-exclusivement minoritaires ;
- Les sociétés du portefeuille de NEXTSTAGE sont non cotées à l'exception d'EUROBIO SCIENTIFIC ;
- Compte tenu de la stratégie d'investisseurs de long terme de la Société, il est attendu une faible rotation du portefeuille de participations à court terme étant rappelé que l'âge moyen du portefeuille s'établit à 3,7 années ;
- La Société n'a jamais versé de dividende et n'a pas acté d'une politique de distribution à ce jour de sorte qu'il n'est pas possible pour l'actionnaire de matérialiser la croissance de l'ANR sauf à céder tout ou partie de sa participation ;
- La Société génère des coûts de structure (honoraires de la gérance, honoraires et frais sur acquisitions et cessions d'actifs, jetons de présence, etc.) ;
- Du fait du régime de Société de Capital Risque de la Société, il n'y a pas d'impact de fiscalité latente quand bien même la réévaluation du portefeuille de NEXTSTAGE fait ressortir une plus-value latente significative ;
- La forme juridique de la Société (SCA) limite les prérogatives des actionnaires commanditaires.

Décote de holding observée sur les comparables boursiers

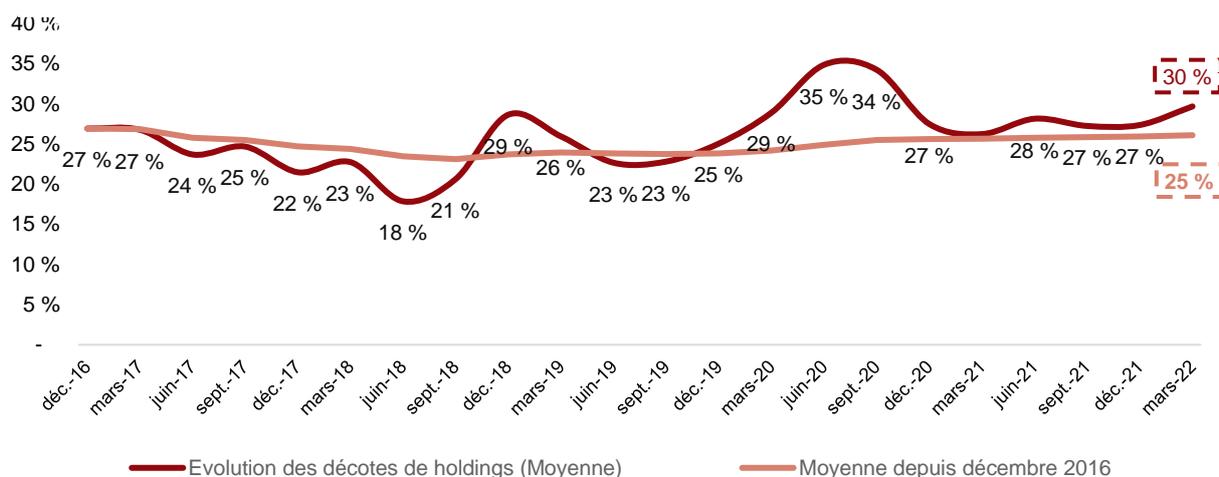
Les marchés reconnaissent, de manière structurelle, ces décotes de *holding* qui doivent être évaluées sur une période suffisamment longue afin de capter l'ensemble des facteurs déterminants.

Dans ce contexte, nous présentons ci-après les décotes de *holding* observées, depuis l'introduction en bourse de NEXTSTAGE (décembre 2016), sur un échantillon composé de 8 *holdings* en ce compris NEXTSTAGE et dont font partie les plus comparables²⁰ à la Société comme ALTAMIR, ALTUR INVESTISSEMENT, OAKLEY CAPITAL INVESTMENTS LIMITED, DUNEDIN, IDI, COMPAGNIE DU BOIS SAUVAGE, PRINCESS.

²⁰ L'étude de comparabilité réalisée se restreint aux *holdings* d'investissement ayant une capitalisation boursière inférieure à 1 Md€, et dont la majorité des actifs sous-jacents correspond à des participations plutôt minoritaires dans des sociétés non cotées. Nous rappelons que les sociétés du portefeuille de NEXTSTAGE sont non cotées à l'exception d'EUROBIO SCIENTIFIC.



Figure 12 - Observations des décotes de *holding* sur un échantillon comparable depuis décembre 2016



Sources : communiqués des sociétés, analyses FINEXSI

Ainsi, la décote de *holding* de cet échantillon s'établit dans une fourchette comprise entre 18% et 35%, et 25% en moyenne depuis décembre 2016, étant précisé que celle-ci tend vers 30% sur les dernières années.

Décote de holding appréciée par référence aux coûts de structure de NEXTSTAGE

Nous avons également déterminé la décote de holding induite par l'actualisation à l'infini des coûts de structure récurrents engagés par la *holding*. Nous rappelons notamment que NEXTSTAGE AM facture trimestriellement des honoraires à NEXTSTAGE au titre de sa gérance, auxquels s'ajoutent d'autres coûts d'exploitation (honoraires de communication, jetons de présence, honoraires évaluateurs, dépositaire, expert-comptable, commissaire aux comptes, conseils juridiques, et autres).

Les coûts récurrents de la *holding* s'établissent en moyenne sur les trois dernières années à 4,4 M€ net d'impôt sur les sociétés compte tenu du régime fiscal de SCR applicable à la Société.

Nous avons actualisé ce montant à l'infini²¹ par référence au taux d'actualisation déterminé selon l'approche décrite ci-après et en considérant l'hypothèse conservatrice d'une absence de croissance de ces frais.

Compte tenu de la position de trésorerie nette de la Société, nous avons retenu le coût des fonds propres pour actualiser ce montant considéré comme normatif. Ce taux a été estimé à 9,0% sur la base des éléments suivants :

- Un taux sans risque de 0,37% correspondant au taux moyen de l'OAT TEC 10 ans (moyenne 1 an calculée au 31 mai 2022 - Source : Banque de France) ;
- Une prime de risque du marché des actions de 6,60% (moyenne 1 an de la prime de risque ASSOCIES EN FINANCE au 31 mai 2022) ;

²¹ Formule de GORDON-SHAPIRO.



- Un bêta désendetté de 0,86 correspondant à la moyenne 2 ans des bêtas des comparables boursiers français²² (Source : CAPITAL IQ) ;
- Une prime de taille de 3,0% reflétant le risque additionnel de la Société du fait de sa moindre taille par rapport aux sociétés de l'échantillon de comparables retenu pour la détermination du bêta (Source : IBBOTSON).

La valeur actuelle nette des coûts d'exploitation s'établit à environ 49 M€, représentant une décote de *holding* implicite de l'ordre de 19,1% par rapport à la valeur moyenne de notre ANR calculé au 31 décembre 2021 après neutralisation des ADP C.

7.3.1.5 Décote de holding retenue et calcul de l'ANR par action ordinaire après décote de la Société

Dans le cadre de notre approche, nous avons retenu une fourchette de décote comprise entre 18% et 20% sur la base de notre analyse de la décote de *holding* induite par les coûts de structure de la Société présentée ci-avant.

Pour mémoire, ces niveaux de décotes apparaissent inférieurs (i) aux décotes observées sur le marché pour des sociétés cotées jugées comparables qui s'établissent aux alentours de 30% sur une période récente et (ii) à la décote du cours de NEXTSTAGE sur l'ANR publié par la Société qui ressort de l'analyse récente du titre (cf. §7.3.3.3).

Par ailleurs, cette décote peut être considérée comme un minimum en l'espèce dans la mesure où elle ne matérialise qu'une partie des facteurs explicatifs d'une décote de *holding* (7.3.1.4), soit les coûts de fonctionnement récurrents de la *holding*.

Ainsi, nous considérons que la fourchette de décote de *holding* retenue dans le cadre de notre approche apparaît favorable pour l'actionnaire dans le contexte.

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions ordinaires composant le capital social au 31 décembre 2021 (2.078.864 actions ordinaires) diminué du nombre d'actions ordinaires auto-détenues par la Société (5.623 actions) à cette même date, soit un nombre d'actions de 2.073.241.

Tableau 14 - Nombre d'actions dilué retenu

Au	31-déc.-21
Nombre d'actions composant le capital social (actions ordinaires)	2 078 864
Retraitement de l'autocontrôle	(5 623)
Prise en compte des instruments dilutifs	-
Nombre d'actions dilué retenu	2 073 241

Sources : Société, analyses FINEXSI

²² Nous avons exclu les *holdings* françaises ayant une trop faible capitalisation boursière et disposant d'un *Gearing* financier trop élevé. En effet, nous rappelons que, compte tenu des contraintes inhérentes au statut de SCR, l'endettement externe de la Société est limité.



Il est à noter (i) qu'il n'existe aucun instrument dilutif en circulation au 31 décembre 2021, autres que les ADP C, qui, pour rappel, ne sont pas dans la monnaie et ne sont pas retenues dans notre nombre d'actions dilué de ce fait et (ii) qu'il n'est pas intervenu d'évènements sur le capital depuis cette date de nature à influencer sur notre valorisation.

Tableau 15 - ANR par action ordinaire (après prise en compte d'une décote de *holding*) au 31 décembre 2021

En k€ au 31 décembre 2021	Min	Max
Actif Net Réévalué après neutralisation des ADP (k€)	247 793	267 091
Nombre d'actions dilué retenu (k)	2 073	2 073
ANR par action ordinaire avant décote (€/action)	119,5 €	128,8 €
Décote de holding (%)	(20)%	(18)%
ANR par action après décote (€/action)	95,6 €	105,6 €

Sources : analyses FINEXSI

Sur ces bases, l'ANR par action ordinaire NEXTSTAGE après prise en compte de la décote de *holding* s'établit entre 95,6€ et 105,6€. Sur cette base, le prix d'Offre de la branche en numéraire de 108€ par action ordinaire extériorise une prime de +13,0% par rapport à la borne basse et une prime de +2,2% par rapport à la borne haute.

Pour mémoire, la décote induite par le prix de l'Offre en numéraire sur notre ANR par action ordinaire avant décote ressort dans une fourchette de 9,6% à 16,2%.

7.3.2 Objectifs de cours des analystes (à titre secondaire)

L'analyse des objectifs de cours des analystes financiers ne représente pas une méthode d'évaluation en tant que telle, mais synthétise des opinions. Cette référence consiste à observer la valeur d'une société sur la base des objectifs publiés par les analystes qui en suivent le cours.

NEXTSTAGE fait l'objet d'un suivi relativement limité de la part de trois analystes financiers (ODDO BHF, PORTZAMPARC BNP PARIBAS et EUROLAND CORPORATE).

Par ailleurs, dans la mesure où la Société communique peu sur les perspectives d'évolution des sociétés dans lesquelles elle détient une participation, les analystes financiers qui suivent le titre NEXTSTAGE disposent d'un niveau d'information limité sur les prévisions opérationnelles des participations de la Société. Dans ce contexte, les analystes publient peu de détails sur les méthodes et références retenues pour leurs travaux d'évaluation qui sous-tendent leurs objectifs de cours.

Pour ces raisons, l'analyse des objectifs de cours des analystes est présentée à titre secondaire.

Nous avons ainsi fondé notre analyse sur les objectifs de cours les plus récents des analystes financiers suivant le titre NEXTSTAGE.



Tableau 16 - Analyse des objectifs de cours des analystes suivant le titre NEXTSTAGE

Date	Analyste	Prix cible	Dernier ANR par action publié par la Société	Prime / (décote) induite par rapport à l'ANR publié	Recommandation	Prime / (décote) induite par le prix d'Offre
30/06/2022	Portzamparc BNP Paribas	98,30 €	115,7 €	(15,0)%	Renforcer	+9,9 %
19/05/2022	ODDO BHF	101,00 €	115,7 €	(12,7)%	Neutre	+6,9 %
17/03/2022	Euroland Corporate	102,00 €	116,3 €	(12,3)%	Accumuler	+5,9 %
Min		98,30 €		(15,0)%		9,9 %
Moyenne		100,43 €		(13,3)%		7,5 %
Max		102,00 €		(12,3)%		5,9 %

Source : Notes d'analystes, Société, analyses FINEXSI

Globalement, le consensus est plutôt à « l'achat ». Comme indiqué ci-avant, les analystes communiquent peu de détails sur les méthodes de valorisation qui sous-tendent leurs objectifs. Nous notons néanmoins qu'ODDO BHF, dans sa note du 17 mars 2022, s'attend à un ANR 2022 « en progression de 10% (porté par le rebond Tourisme-Loisir notamment) » auquel l'analyste applique « une décote cible relevée de 15% à 20% afin de tenir compte des incertitudes qui persistent ».

Dès lors, les objectifs de cours des analystes s'établissent dans une fourchette comprise entre 98,3€ et 102,0€ par action, faisant état d'une décote comprise entre -15,0% et -12,3% par rapport au dernier ANR disponible et publié par la Société. Il est à noter que le prix de l'Offre en numéraire de 108€ par action ordinaire extériorise une prime comprise entre +5,9% et +9,9% par rapport aux objectifs de cours des analystes, étant rappelé que cette référence est présentée à titre secondaire.

7.3.3 La référence au cours de bourse de la Société (à titre secondaire)

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la Société librement négocié sous réserve de niveaux de flottant et de liquidité suffisants.

Pour rappel, les actions de NEXTSTAGE sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché Euronext Paris (Code ISIN : FR0012789386).

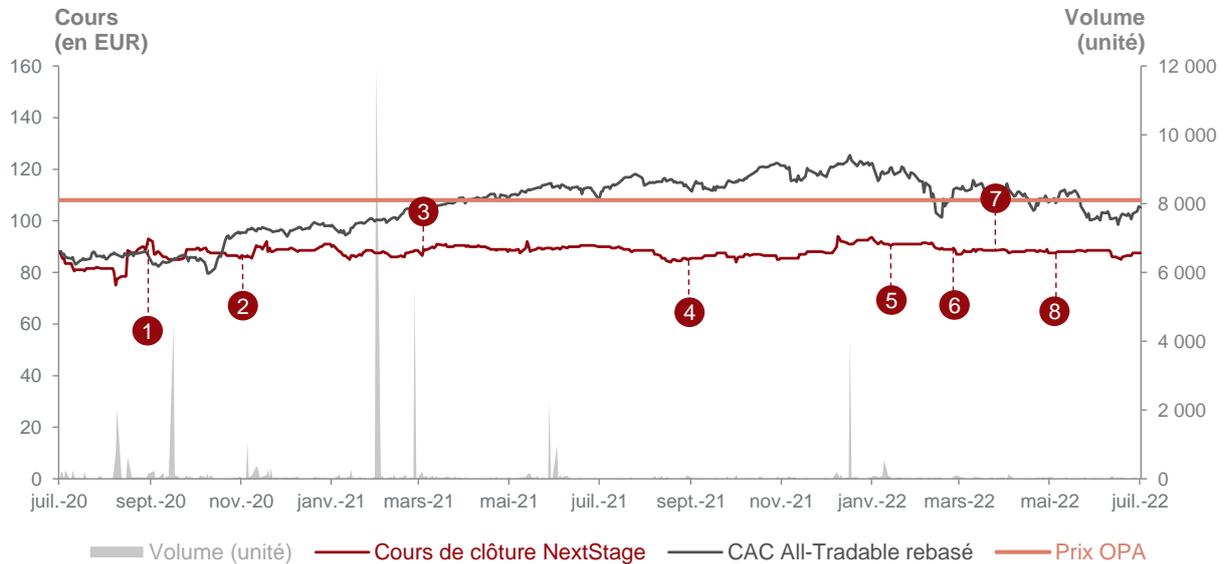
Nous avons analysé le cours de bourse du titre sur une période de deux ans précédant le 20 juillet 2022.



7.3.3.1 Evolution du cours de bourse du titre NEXTSTAGE

L'évolution du cours de bourse de l'action NEXTSTAGE sur une période de deux ans à partir du 21 juillet 2020 se présente comme suit :

Figure 13 - Evolution du cours de l'action NEXTSTAGE sur deux ans à partir du 21 juillet 2020



Source : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

Nous résumons ci-après les principaux événements survenus sur la période (numérotés sur la figure ci-avant) :

- 1. 17 septembre 2020** : Publication des résultats du premier semestre 2020 avec un ANR par action ordinaire de 112,21€, contre 103,69€ au 31 mars 2020. Cette hausse de +8,2% est le reflet de la reprise globale des activités du portefeuille post-confinement en lien avec la crise de la Covid-19 ;
- 2. 19 novembre 2020** : Annonce du projet de cession de la participation de 38% détenue par la Société (participation détenue au travers de LA COMPAGNIE DU CATAMARAN, *holding* de contrôle) dans FOUNTAINE PAJOT, numéro deux européen de la plaisance spécialisé dans la construction de catamarans de croisière, au profit d'ARKEA CAPITAL PARTENAIRE S.L.P. La cession effective a été réalisée le 30 novembre 2020 sur la base d'un produit de cession et des dividendes versés par LA COMPAGNIE DU CATAMARAN permettant à NEXTSTAGE de réaliser un multiple de 3,7 fois son investissement initial et un TRI de 29%. Il est à noter que cette cession s'est faite sur la valorisation retenue dans le calcul d'Actif Net Réévalué au 30 septembre 2020 de NEXTSTAGE ;
- 3. 25 mars 2021** : Publication des résultats annuels faisant état d'un ANR par action ordinaire de 103,85€ au 31 décembre 2020 (contre 122,54€ un an plus tôt) soit une baisse de -15,3% reflétant les effets de la crise de la Covid-19, notamment sur les participations opérant dans les secteurs les plus impactés par celle-ci, à l'instar du tourisme, des loisirs et de la restauration ;



4. **16 septembre 2021** : Publication des résultats du premier semestre 2021 avec un ANR de 109,9€ par action ordinaire contre 103,9€ au 31 décembre 2020 (+5,8%). Cette publication témoigne de la reprise progressive des activités sur l'essentiel du portefeuille, bien que l'impact de la crise de la Covid-19 soit toujours sensible au premier semestre sur les participations dans le secteur du tourisme ;
5. **7 février 2022** : Annonce de la signature d'un accord en vue du premier co-investissement entre NEXTSTAGE et le programme « PEPITES & TERRITOIRES » d'AXA FRANCE & NEXTSTAGE AM. Cet accord vise la réalisation par NEXTSTAGE AM d'un investissement de 35,5 M€ dans une *holding* nouvellement constituée avec les entrepreneurs d'EUROBIO SCIENTIFIC, spécialisé dans le domaine du diagnostic *in-vitro* et de la biologie moléculaire, comme indiqué ci-avant.
6. **17 mars 2022** : Publication des résultats annuels avec un ANR par action de 116,27€ par action ordinaire au 31 décembre 2021 contre 103,85€ un an plus tôt (+11,9%). Cette hausse s'explique notamment par le premier co-investissement stratégique annoncé dans EUROBIO SCIENTIFIC, et par l'accélération de l'activité sur l'essentiel du portefeuille, en particulier sur les participations en dehors des marchés du tourisme et des loisirs qui ont dépassé leurs niveaux d'avant crise ;
7. **14 avril 2022** : Annonce de la cession à GO1 de l'intégralité de la participation détenue dans COORPACADEMY, opérateur d'une plateforme de formations en ligne pour les entreprises ;
8. **19 mai 2022** : Publication des résultats du premier trimestre 2022 extériorisant un ANR de 115,7€ par action ordinaire, globalement stable par rapport à l'ANR du 31 décembre 2021, étant rappelé que NEXTSTAGE ne revalorise pas ses participations au 31 mars et au 30 septembre de chaque année, sauf en cas de survenance d'un événement significatif.

Il est à noter que le cours de NEXTSTAGE (-0,6%) sous-performe le CAC ALL-TRADABLE (+19,7%) sur la période analysée.

7.3.3.2 Liquidité du titre NEXTSTAGE

Les cours moyens pondérés par les volumes (ci-après désignés « **CMPV** »), les volumes échangés sur le titre NEXTSTAGE et les taux de rotation qui en résultent sur une période de 24 mois avant le 20 juillet 2022 se présentent comme suit :

Tableau 17 - Analyse des cours moyens pondérés par les volumes (cours de clôture) de l'action NEXTSTAGE

En € par action	CMPV	Prime / (décote) induite par le prix de l'OPA	Volume échangé (unité)		Capital échangé		En % des actions en circulation		En % du flottant	
			Moyen	Cumulé	Moyen	Cumulé	Volume moyen	Rotation du capital	Volume moyen	Rotation du flottant
Cours de clôture spot (20 juillet 2022)	87,50	+23,4%	1	1	88	88	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
CMPV 1 mois	86,53	+24,8%	17	364	1 436	31 593	0,00%	0,02%	0,01%	0,13%
CMPV 60 séances de cotation	87,37	+23,6%	13	801	1 168	70 101	0,00%	0,04%	0,00%	0,28%
CMPV 2 mois	87,03	+24,1%	12	521	1 057	45 457	0,00%	0,03%	0,00%	0,18%
CMPV 3 mois	87,41	+23,6%	15	965	1 301	84 554	0,00%	0,05%	0,01%	0,34%
CMPV 6 mois	89,32	+20,9%	25	3 152	2 221	282 024	0,00%	0,15%	0,01%	1,10%
CMPV 12 mois	89,77	+20,3%	37	9 461	3 281	849 775	0,00%	0,46%	0,01%	2,85%
CMPV 24 mois	87,35	+23,6%	97	49 866	8 443	4 356 433	0,00%	2,39%	0,03%	13,39%
Cours clôture + bas 12 mois (20 octobre 2021)	84,00	+28,6%								
Cours clôture + haut 12 mois (28 décembre 2021)	94,00	+14,9%								
Intraday + bas 12 mois (20 octobre 2021)	83,00	+30,1%								
Intraday + haut 12 mois (28 décembre 2021)	94,00	+14,9%								

Source : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

Sur les 12 derniers antérieurs au 20 juillet 2022, le volume des actions NEXTSTAGE échangées était de 9.461 actions (soit environ 37 titres par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établissait à 0,46% et la rotation du capital flottant à 2,85%.

Sur 24 mois d'observation, le volume d'actions échangées s'élève à 49.866 (soit environ 97 titres par jour de cotation) et sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 2,39% et celle du capital flottant à 13,39%.

La liquidité et la rotation du flottant s'établissent à des niveaux insuffisants pour retenir le cours de bourse comme une référence de valorisation pertinente, étant rappelé que le capital flottant représente uniquement 6,45% du capital de la Société au 31 décembre 2021 (cf. §4.2.1.1). Malgré le faible niveau du capital flottant et la faible rotation du capital, cette référence reste un critère important permettant notamment de refléter le prix d'acquisition des actions pour un actionnaire étant entré au capital de la Société sur une période récente. Pour ces raisons, nous présentons cette référence à titre secondaire.

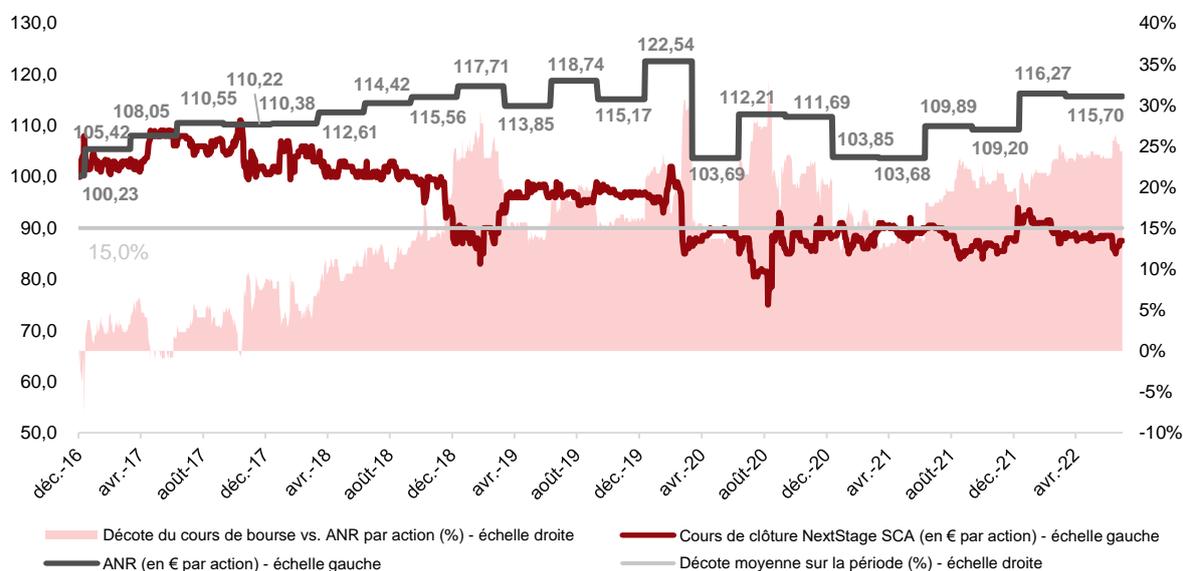
Au cours des 12 derniers mois précédent le 20 juillet 2022, le cours de l'action NEXTSTAGE a oscillé entre un plus haut atteint le 28 décembre 2021 à 94,0€ et un plus bas atteint le 20 octobre 2021 à 83,0€. Sur la base du dernier cours analysé (le 20 juillet 2022), le prix de l'offre en numéraire extériorise une prime +23,4%. L'analyse des CMPV sur les douze derniers mois extériorise quant à elle des primes comprises entre +20,3% et +24,8%.



7.3.3 Evolution du cours de bourse par rapport à l'ANR de NEXTSTAGE

La figure ci-après présente l'évolution des décotes du cours de bourse par rapport à l'ANR de NEXTSTAGE depuis son introduction en bourse datant de décembre 2016.

Figure 14 - Evolution des primes et décotes du cours de bourse par rapport à l'ANR de NEXTSTAGE depuis décembre 2016



Source : Société, analyses FINEXSI

Il est à noter une certaine décorrélation entre l'évolution du cours de bourse de l'action NEXTSTAGE et celle de l'ANR par action de la Société. La décote d'ANR de NEXTSTAGE s'est progressivement dégradée depuis l'introduction en bourse de la Société. Au 20 juillet 2022, la décote d'ANR s'établit à 23,4%, étant précisé que le niveau de décote moyen s'établit à 15,0% sur la période analysée. Toutefois, nous rappelons que ces niveaux de décote sont à apprécier au regard de la faible liquidité du titre NEXTSTAGE et de son actionnariat flottant très limité, comme indiqué ci-avant (cf. §7.3.3.2).

7.3.4 Valeur induite par l'augmentation de capital de l'Initiateur préalable à l'Offre (à titre indicatif)

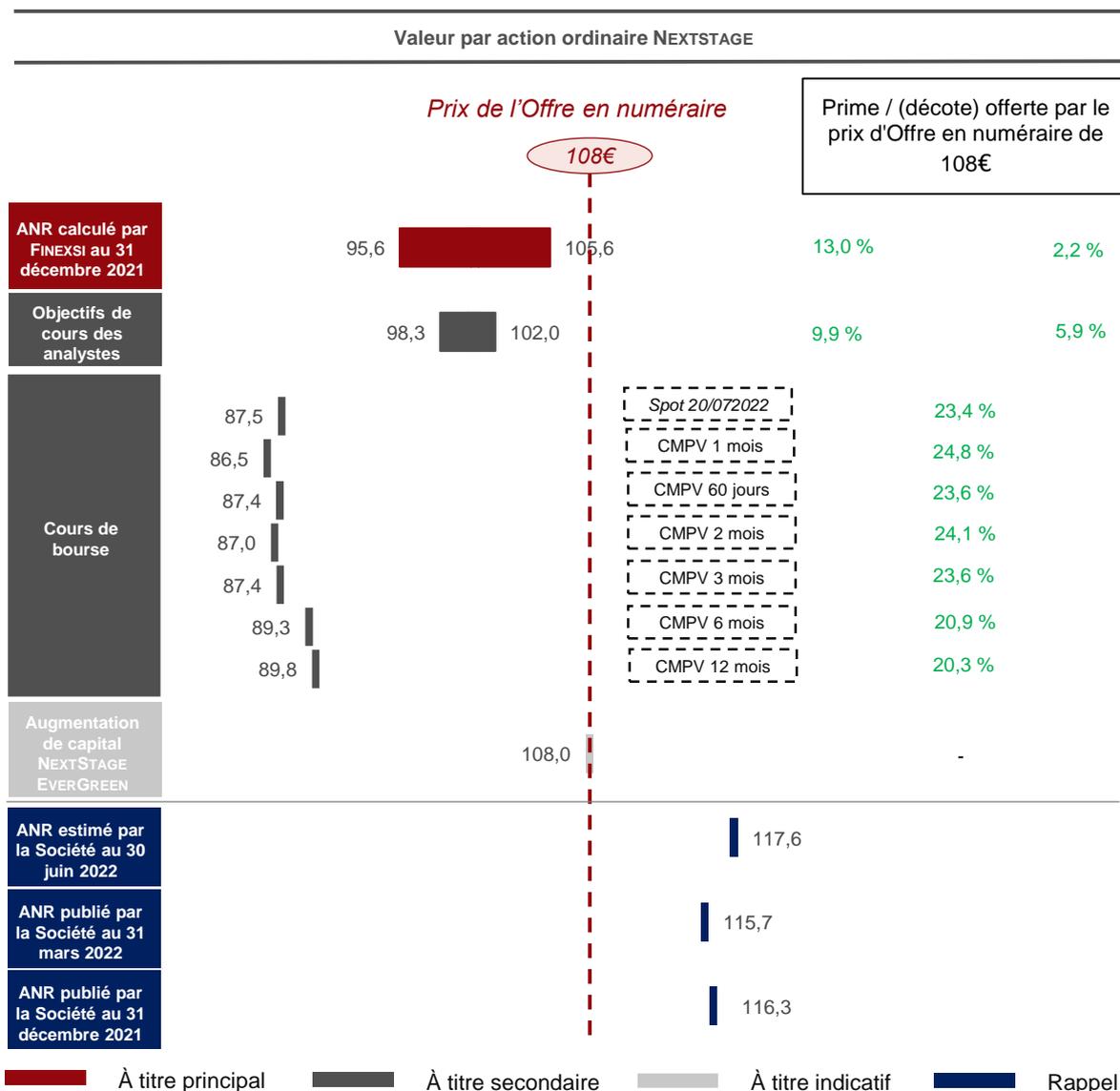
Dans le contexte du financement de l'Offre, le véhicule PEPITES ET TERRITOIRES, géré par NEXTSTAGE AM et dédié à AXA, a entièrement souscrit à une augmentation de capital en numéraire de l'Initiateur d'un montant d'environ 19 M€ pour un prix de souscription unitaire identique au prix offert dans le cadre de l'OPA (108€).

Au regard de la parité d'échange prévue dans le cadre de l'OPE, soit une action NEXTSTAGE contre une action de l'Initiateur, le prix de souscription retenu dans le cadre de cette augmentation de capital fait ressortir une valeur induite de la Société de 108€ par action, soit un montant égal au prix offert dans le cadre de l'OPA.

7.4 Synthèse de nos travaux d'évaluation

La valeur par action se présente comme suit selon les méthodes et références d'évaluation étudiées :

Figure 15 - Synthèse des valeurs par action NEXTSTAGE



Source : analyses FINEXSI

Sur ces bases, le prix d'Offre en numéraire de 108€ par action ordinaire extériorise une prime de +13,0% par rapport à la borne basse de l'ANR²³ et une prime de +2,2% par rapport à la borne haute de l'ANR²³ *standalone* présenté à titre principal pour les raisons évoquées ci-avant.

Nous notons que cette fourchette est corroborée par la référence aux objectifs de cours des analystes suivant le titre NEXTSTAGE présentée à titre secondaire, pour lesquels le prix d'Offre extériorise une prime de +5,9% par rapport à la borne basse, et de +9,9% par référence à la borne haute.

²³ Après prise en compte de la décote de *holding* applicable au cas d'espèce.



Le prix d'Offre fait état de primes comprises entre +20,3% et +24,8% par rapport aux moyennes sur un an du cours de bourse présenté uniquement à titre secondaire compte tenu de la faible liquidité du titre NEXTSTAGE.

Pour mémoire, l'augmentation de capital souscrite par PEPITES ET TERRITOIRES en numéraire d'un montant d'environ 19 M€ fait ressortir une valeur induite de l'action de la Société égale au prix d'Offre.



8. Appréciation des éléments de la branche OPE pour l'actionnaire qui déciderait d'opter pour cette option

Dans le cadre de l'Offre, outre la possibilité de percevoir le prix offert dans le cadre de la branche OPA, les actionnaires ont la possibilité de souscrire à la branche OPE et d'échanger leurs actions NEXTSTAGE contre des actions de l'Initiateur.

Les modalités de l'échange sont décrites dans le projet de Note d'Information et le document d'exemption dont nous avons obtenu un projet en date du 20 juillet 2022 (ci-après le « **Projet de Document d'Exemption** »). Ce dernier, qui vaut dispense de *prospectus*, décrit notamment les principaux termes et conditions de l'Opération, les clauses des statuts de NEXTSTAGE EVERGREEN, mais également les incidences de l'Offre sur l'Initiateur.

Nos principaux commentaires des conséquences de l'Opération, et notamment des changements de règles induit par le probable retrait de la cote de NEXTSTAGE, et l'incidence pour les actionnaires qui choisiront de souscrire à la branche OPE sont les suivants.

8.1 Remarques liminaires

8.1.1 Augmentation de capital de l'Initiateur préalable à l'Offre

Comme indiqué dans le Projet de Note d'Information et le Projet de Document d'Exemption, le financement de l'Offre est notamment assuré par l'augmentation de capital en numéraire de l'Initiateur d'un montant d'environ 19 M€ souscrite par PEPITES ET TERRITOIRES. Cette opération a été réalisée sur la base d'un prix de souscription par action de l'Initiateur égal au prix de l'OPA en (soit 108€ par action). Il nous a été confirmé (i) qu'aucun pacte d'actionnaires n'a été conclu dans le cadre de cette opération et (ii) que les actionnaires de l'Initiateur avant la réalisation de l'Opération ne bénéficieront pas de droits particuliers au regard des actionnaires de la Société qui apporteraient leurs titres à l'OPE.

8.1.2 Risque de ne pas mettre en œuvre le retrait obligatoire à l'issue de l'Offre

Le Projet de Document d'Exemption indique qu'« *En fonction des résultats de l'Offre, l'Initiateur pourrait détenir un nombre d'actions de la Société Visée ne lui permettant pas de mettre en œuvre un retrait obligatoire sur les actions de la Société Visée à l'issue de l'Offre, ce qui pourrait avoir un impact défavorable sur la liquidité et la valeur de marché des actions de la Société Visée, ainsi que l'éligibilité de la Société Visée et l'Initiateur au régime fiscal de faveur des SCR] et l'Initiateur pourrait ne pas être en mesure de réaliser pleinement les bénéfices escomptés de l'Offre* ».

Par ailleurs, nous notons qu'il est prévu le refinancement du crédit-relais fourni par l'Etablissement Présentateur dans le cadre du financement de l'Offre à l'issue de la fusion par la trésorerie disponible de la Société (§ 1.2.2.3). Dès lors, en cas de non-réalisation du retrait obligatoire, et donc de la fusion, l'Initiateur devra trouver une autre source de refinancement au titre de ce crédit-relais.



Ces éléments sont néanmoins à apprécier au regard des engagements d'apport à l'OPE de la part d'actionnaires de la Société qui représentent 87,96% du capital de cette dernière à la date du Projet de Note d'Information.

Tableau 18 – Engagement d'apport à l'OPE

Actionnaires	Nb actions objet d'un engagement d'apport l'OPE	Nombre total d'actions détenues	% capital à apporter
AMUNDI – FONDS PROPRES	150 000	150 000	7,23%
AMUNDI – AMUNDI OPPORTUNITIES	70 900	70 900	3,42%
AMUNDI – AMUNDI RESA ACTIONS INTERNATIONALES	40 908	40 908	1,97%
AMUNDI – AMUNDI CONVICTIONS ESR	35 066	35 066	1,69%
AMUNDI – AMUNDI CAP FUTUR	17 103	17 103	0,82%
Arnaud FLECCHIA ⁽¹⁾	2 000	4 000	0,10%
AXA France Vie	40 000	40 000	1,93%
FCPR AXA Avenir Entrepreneurs	54 945	54 945	2,65%
AXA Investment Managers Paris	58 376	58 376	2,82%
Amar Family Office	13 636	13 636	0,66%
COMIR	125 000	125 000	6,03%
CPR AM – CPR CROISSANCE DEFENSIVE	68 180	68 180	3,29%
CPR AM – CPR CROISSANCE REACTIVE	68 180	68 180	3,29%
Didier BRUNELIN	13 000	13 000	0,63%
Emmanuel de CHILLAZ	5 208	5 208	0,25%
Hamed Kanoo CO. LLC	57 695	57 695	2,78%
Matignon Développement 3 (Axa)	171 780	171 780	8,28%
Mazen AL TAMIMI	3 705	3 705	0,18%
NextStage Croissance	329 388	374 304	15,88%
Pascal MACIOCE	5 208	5 208	0,25%
SCPO	8 333	8 333	0,40%
Soparcif	2 797	2 797	0,13%
Ste Civile Chapoulart et Cie	5 182	5 182	0,25%
Mag Seven Ltd	23 258	23 258	1,12%
Ayman TAMER	13 636	13 636	0,66%
Taymour TAMER	13 636	13 636	0,66%
Temaris	142 833	142 833	6,89%
Xavier HUILLARD	9 800	9 800	0,47%
Téthys	189 212	189 212	9,12%
FGTI ⁽¹⁾	85 043	127 564	4,10%
Total	1 824 008	1 913 445	87,96%

⁽¹⁾ NextStage Croissance, Arnaud Flecchia et le FGTI ayant fait part à l'Initiateur de leur intention d'apporter le solde de leur participation dans la Société à l'Offre Publique d'Achat

Source : Projet de Note d'Information

Sans qu'il ne s'agisse d'engagements formels, NEXTSTAGE CROISSANCE, Arnaud FLECCHIA et FGTI ont indiqué leur volonté de participer à l'OPA pour le solde de la participation qu'ils détiennent dans la Société (soit 4,31% des actions ordinaires), de sorte que l'Initiateur devrait détenir a minima



92,28% à l'issue de l'Offre. Dans ce contexte, l'atteinte du seuil de déclenchement du retrait obligatoire semble acquise.

8.1.3 Fusion-absorption postérieure à l'Opération

La fusion-absorption de la Société par l'Initiateur est conditionnée à la réalisation de l'Offre et à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire. Ainsi, la réalisation de cette fusion apparaît également acquise au regard des engagements d'apport à date.

Dans le cadre de cette fusion, il est prévu que les titulaires d'ADP C apportent ces dernières à l'Initiateur, selon une parité de 1 ADP C NEXTSTAGE pour 1 ADP de l'Initiateur.

Il nous a été confirmé que cette parité fera l'objet d'une appréciation par un commissaire à la fusion.

Par ailleurs, à l'issue de la réalisation du retrait obligatoire et préalablement à la fusion de la Société dans NEXTSTAGE EVERGREEN, compte tenu du fait que NEXTSTAGE ne sera plus cotée, les modalités des ADP C de la Société seront ajustées de sorte à refléter celles prévues dans le projet de statuts de l'Initiateur au titre des ADP de NEXTSTAGE EVERGREEN, décrites dans le Projet de Document d'Exemption. Cet ajustement requerra l'approbation de l'assemblée générale de la Société et de l'assemblée spéciale des titulaires d'ADP C.

Pour mémoire, une convention de gestion entre NEXTSTAGE AM et NEXTSTAGE EVERGREEN ainsi qu'une convention de gestion des ADP, qui seront émises par NEXTSTAGE EVERGREEN, seront conclues entre NEXTSTAGE AM, NEXTSTAGE EVERGREEN, et NEXTSTAGE PARTNERS (cf. §1.3.3.6 et 1.17.1 du Projet de Document d'Exemption). Les termes de ces conventions seront substantiellement identiques à celles existantes au niveau de NEXTSTAGE.

8.1.4 Statuts de l'Initiateur

La comparaison entre les statuts de NEXTSTAGE EVERGREEN en date du 10 juin 2022 (dont les principales modalités sont reprises dans le Projet de Document d'Exemption) et ceux de NEXTSTAGE appelle de notre part les principales remarques suivantes :

- Dans le contexte de la réalisation du retrait obligatoire et de la fusion de NEXTSTAGE dans NEXTSTAGE EVERGREEN, il est prévu le maintien d'un mécanisme de *carried interest* similaire à celui existant aux bornes de la Société (*i.e.* par le biais d'ADP). Les caractéristiques de ces ADP seront similaires aux ADP C mais seront ajustées pour tenir compte du fait que les actions de l'Initiateur ne seront pas admises sur un marché réglementé. Ainsi, le critère de performance régissant le nombre d'ADP pouvant être converties en AO sera l'ANR et non plus le cours de bourse. Nous notons que ce changement de règle devrait probablement conduire à une dilution de l'actionnaire apportant ses actions à l'OPE (voir ci-après §8.2.2) ;
- Compte tenu du fait que NEXTSTAGE EVERGREEN ne sera pas cotée en bourse, un mécanisme de rachat d'actions sera mis en place au profit des actionnaires de NEXTSTAGE EVERGREEN permettant à ces derniers d'avoir accès à une liquidité de leur participation (voir ci-après §8.1.5) ;



- Afin précisément de permettre à la société de mettre en œuvre ce mécanisme de liquidité, NEXTSTAGE EVERGREEN a été constituée sous forme de société à capital variable afin de permettre à la société de procéder à des rachats d'actions et annulation subséquente de celles-ci de façon rapide et flexible. La société pourra également procéder à des augmentations de capital réservées sans nécessairement devoir obtenir l'approbation préalable de l'assemblée générale, ce qui pourra conduire à une dilution des actionnaires existants, dès lors que le prix de souscription de ces dernières refléterait une valeur de la société au moins égale à son ANR ;
- La procédure d'agrément en cas de transfert des ADP figurera désormais dans la convention de gestion des ADP dans le but de simplifier les dispositions des statuts à cet égard ;
- Le nombre d'ADP de l'Initiateur pourra représenter au maximum 30% du nombre total d'actions ordinaires et d'actions de préférence. Pour mémoire, les statuts de la Société stipulent que le nombre d'actions de préférence de catégorie C émises représente au maximum 25% du nombre total d'actions ordinaires et d'actions de préférence de catégorie C émises lors de chaque augmentation de capital. Ce relèvement de seuil est prévu dans un contexte où la réalisation de l'Opération pourrait conduire au dépassement de celui-ci en fonction du nombre de titres effectivement apportés à l'OPE et l'OPA.

8.1.5 Rachat d'actions et clause statutaire de liquidités

Les statuts de l'Initiateur prévoient la mise en place de fenêtres de liquidité biennuelles²⁴ pendant lesquelles tout actionnaire pourra demander le rachat par la société des actions ordinaires qu'il détient depuis plus de 5 ans (période incluant la période de détention d'actions NEXTSTAGE apportées à l'OPE le cas échéant), à partir du 1^{er} janvier 2023, et à un prix déterminé selon un barème progressif linéaire fonction de la durée de détention (soit 90% de l'ANR par action en année 6, 92% en année 7, etc., jusqu'à 100% en année 11).

Cette durée de détention de 5 ans concerne tous les actionnaires, en tenant compte de leur antériorité au sein de l'actionnariat de NEXTSTAGE, que les titres aient été détenus au nominatif ou au porteur.

Dès lors, le point de départ de cette clause statutaire de liquidité sera la date d'acquisition des titres NEXTSTAGE pour les actionnaires qui auront apporté leurs titres à l'OPE ou la date d'acquisition des titres NEXTSTAGE EVERGREEN pour tous les autres actionnaires.

Le rachat sera effectif dans un délai de 12 mois (ci-après le « **Délai Maximum de Rachat** ») à compter de la date d'expiration de la fenêtre de liquidité biennale considérée (i.e. soit le 30 avril de l'exercice n+1 et le 31 octobre de l'exercice n+1 selon le cas).

²⁴ Entre le 1^{er} avril (inclus) et le 30 avril (inclus) ou entre le 1^{er} octobre (inclus) et le 31 octobre (inclus).



Il est à noter que l'ensemble des rachats autorisés au titre d'une année déterminée sera plafonné à un montant correspondant à 10% de l'ANR de NEXTSTAGE EVERGREEN, étant précisé que (i) la société pourra, à son entière discrétion et de façon purement facultative, se substituer à un tiers aux fins d'acquérir un montant d'actions ordinaires excédant ce seuil et (ii) la Société sera en droit de limiter, modifier ou suspendre, en tout ou en partie, les rachats d'actions, sur approbation préalable du conseil de surveillance, si, selon son jugement raisonnable, elle estime qu'une telle mesure est dans le meilleur intérêt de la Société (notamment en cas de trésorerie insuffisante ou d'un niveau de fonds propres insuffisant au regard des exigences légales pour procéder à la réduction de capital consécutive au rachat des actions considérées).

Dans le cas où une demande de rachat ne serait pas pour tout ou partie satisfaite, et sauf renonciation de la part de l'actionnaire concerné, celle-ci fera l'objet d'un report prioritaire (ci-après le « **Report Automatique et Prioritaire** ») :

- Sur le Délai Maximum de Rachat de la prochaine fenêtre biannuelle de liquidité restant à courir après la date d'expiration du Délai Maximum de Rachat couru après qu'une Demande de Rachat a été initialement formulée ;
- Le cas échéant, si les actions ne pouvaient entièrement être rachetées au cours de la fenêtre susvisée, sur le Délai Maximum de Rachat de la fenêtre de liquidité suivante.

Néanmoins, les actions bénéficiant du Report Automatique et Prioritaire ne pourront en tout état de cause excéder 65% du nombre d'actions rachetées au titre des 2 fenêtres de liquidité de l'exercice considéré étant précisé :

- Qu'en cas de dépassement de ce seuil de 65%, les rachats seront réduits à due proportion afin de ne pas excéder celui-ci ; et
- Que les actions n'ayant dès lors pas pu être rachetées pourront elles-mêmes faire l'objet d'un second et ultime report, de façon automatique et prioritaire, sur la prochaine fenêtre de liquidité.

Dans la mesure où une demande de rachat n'aurait pas été satisfaite à l'issue de 2 Reports Automatiques et Prioritaires pour quelle que raison que ce soit, celle-ci deviendra caduque de plein droit. L'actionnaire concerné conservera toutefois son droit de soumettre d'autres demandes de rachat au titre de toute fenêtre de liquidité ultérieure.

Ainsi, les actionnaires choisissant d'apporter à l'OPE pourront bénéficier de cette clause statutaire de liquidité qui vise à favoriser leur engagement de long terme. Nous rappelons par ailleurs qu'ils pourront bénéficier de l'objectif de distribution de l'ordre de 25% des plus-values annuelles nettes réalisées par la société annoncé par l'Initiateur (§1.2.3.8).

Il convient néanmoins de noter que la date d'accès, des actionnaires de NEXTSTAGE qui apporteraient leurs titres à l'OPE, à ce mécanisme de liquidité pourra différer selon la date d'acquisition desdits titres : les actionnaires ayant acquis leurs titres il y a plus de 5 ans pourront prétendre au mécanisme de liquidité dès 2023 alors que ceux qui auraient acquis leurs titres récemment devront attendre plusieurs années avant d'y accéder.



8.2 Appréciation des termes de l'OPE

8.2.1 Appréciation de la parité d'échange retenue dans le cadre de l'OPE

L'OPE a pour objectif de permettre aux actionnaires de NEXTSTAGE la poursuite de leur investissement au sein d'une nouvelle société non cotée ayant une stratégie en ligne avec celle de la Société et avec une gouvernance dont il est envisagé qu'elle soit substantiellement similaire à celle actuellement en place.

Dans ce contexte, les actionnaires, qui le souhaitent, peuvent apporter leurs actions NEXTSTAGE à l'Initiateur sur la base d'une parité d'une action NEXTSTAGE EVERGREEN pour une action de la Société.

Cette parité repose sur des valeurs de NEXTSTAGE et de l'Initiateur fondées sur le prix offert dans le cadre de l'OPA, soit 108€ par action.

Pour mémoire :

- Le capital de l'Initiateur se constitue de 12.334 actions ordinaires souscrites à un prix de souscription de 102€ (actions souscrites lors de la constitution de NEXTSTAGE EVERGREEN) et 175.926 actions souscrites pour un prix de 108€ ;
- Aucune ADP ne sera émise par l'Initiateur jusqu'à la fusion-absorption de NEXTSTAGE qui interviendra, le cas échéant, après la mise en œuvre du retrait obligatoire.

NEXTSTAGE EVERGREEN étant une société constituée pour les besoins de l'Opération, la valeur réelle de celle-ci est le reflet de son actif net comptable. Par ailleurs, il nous a été confirmé que l'activité de cette société en amont de la réalisation de l'Offre ne sera pas de nature à impacter sa valorisation.

Dès lors la valeur réelle de cette société ressort à 107,61€ :

Tableau 19 - Valeur réelle des actions de l'Initiateur et parité induite

En k€	
Actions souscrites à la constitution	12 334
Prix de souscription (€)	102
Total augmentation de capital	1 258
Actions souscrites par Pépites et Territoires	175 926
Prix de souscription (€)	108
Total augmentation de capital	19 000
Valeur des fonds propres Initiateur	20 258
Nombre d'actions Initiateur	188 260
Valeur par action Initiateur (€)	107,61
Parité induite par référence au prix de l'OPA	1,0037

Source : Projet de Note d'Information, analyses FINEXSI

Le différentiel entre la parité retenue dans le cadre de l'OPE et celle présentée ci-dessus apparaît non-significatif.

Dès lors, la parité retenue dans le cadre de l'OPE résulte de la comparaison de valeurs relatives pertinentes.



Pour mémoire, comme indiqué dans le Projet de Document d'Exemption, nous notons qu'un commissaire aux apports sera désigné par décision unanime des actionnaires de l'Initiateur. Ce dernier sera chargé d'émettre un rapport (i) sur l'appréciation de la valeur retenue pour les actions NEXTSTAGE apportées dans le cadre de l'OPE et (ii) sur la parité d'échange proposée dans ce contexte.

Nous rappelons par ailleurs que les actions de la Société, bénéficiant d'un droit de vote double, qui seraient apportées à l'OPE perdront cet avantage qui ne se reportera pas sur les actions NEXTSTAGE EVERGREEN remises dans le cadre de l'OPE.

Cette parité n'appelle pas d'autre remarque de notre part.

8.2.2 Effet dilutif probable au titre de la conversion d'ADP en actions ordinaires dans le contexte du retrait obligatoire

Comme indiqué préalablement, les modalités de conversion des actions de préférence seraient ajustées afin de tenir compte de la sortie de cote de NEXTSTAGE qui rendrait inapplicable la référence au cours de bourse actuellement prévue dans les statuts de la Société (cf. §4.2.1.3).

En effet, nous rappelons que les termes des nouvelles ADP seront identiques en substance aux ADP C avec toutefois un mécanisme de conversion des ADP en AO basé principalement sur la progression de l'ANR par action (et non plus sur le cours de bourse).

Ainsi, à chaque date de clôture comptable d'une année n, la valeur créée de l'exercice n (« VC_n ») correspondra à :

- L'ANR à la date de clôture de l'exercice n (« ANR_n ») ;
- Augmenté du montant de l'ensemble des dividendes versés au cours de l'exercice n (« Div_n ») et du montant versé par la société aux actionnaires au cours de l'exercice n au titre de l'ensemble des rachats d'actions ordinaires par la société réalisés au cours de l'exercice n (« Rach_n ») ;
- Minoré du montant de toutes les augmentations de capital de la société réalisées au cours de l'exercice n (« AKA_n ») ainsi que du maximum entre l'ANR de la date de clôture de l'exercice précédent et la HMW²⁵ (« ANR_{n-1} »).

$$VC_n = ANR_n + Div_n - AKA_n + Rach_n - ANR_{n-1}$$

Trois cas de figure sont à distinguer :

- Si la valeur créée de l'année n est inférieure à 8% de l'ANR de l'exercice précédent, alors aucune ADP ne sera convertie en AO et la valeur créée de l'année n est intégralement attribuée aux AO ;

²⁵ Equivalent au nombre d'actions ordinaires à la date de clôture de l'exercice n-1 multiplié par la dernière valorisation ANR_n/AO utilisée comme référence pour convertir des actions de préférences, cette dernière étant minorée de 10% si ladite conversion est basée sur la situation de clôture de l'exercice n-5 et de 20% si elle est basée sur un exercice antérieur.



- La valeur créée de l'année n au-delà de 8% de l'ANR de l'exercice précédent mais inférieure à 10% de ce dernier, est intégralement attribuée aux ADP, le nombre d'ADP converties²⁶ étant alors déterminé en divisant cette valeur par l'ANR par action de l'exercice n ;
- Si la valeur créée de l'année n est supérieure à 10% de l'ANR de l'exercice précédent, alors 20% est attribué aux ADP et 80% aux AO, le nombre d'ADP converties étant alors déterminé en divisant 20% de la valeur créée par l'ANR par action de l'exercice n.

Néanmoins, il est prévu, par exception, que le calcul de la valeur créée pour la première année, *i.e.* au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2022, sera fondé sur un ANR_{n-1} non pas égal à l'ANR au 31 décembre 2021 mais à un montant de 209.575.785,04 €, correspondant au nombre d'actions ordinaires NEXTSTAGE émises au 31 décembre 2021 multiplié par 100€, et augmenté du prix de souscription total de l'ensemble des ADP NEXTSTAGE émises au 31 décembre 2021.

La Société nous a indiqué que cette valeur de 100€ reflétait le prix moyen de souscription des augmentations de capital historiquement réalisées par la Société.

Dans la mesure où cette valeur est inférieure de plus de 8% à l'ANR de la Société au 31 décembre 2021, il semble très probable que cette exception conduise à une conversion d'ADP en actions ordinaires et donc une dilution pour les actionnaires qui apporteraient leurs titres à l'OPE.

Dans ce contexte, nous avons simulé la dilution qui découlerait de la conversion des ADP au titre de la valeur créée en 2022 selon différentes bornes de progression de l'ANR de la Société en %, *i.e.* par référence à l'ANR publié au 31 décembre 2021.

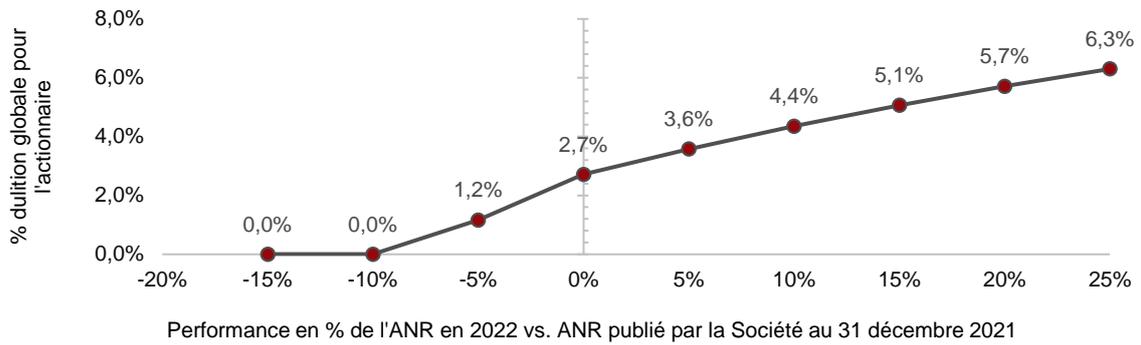
Cette analyse se fonde sur la modélisation de l'impact dilutif réalisé par le management selon les principales hypothèses suivantes :

- 100% des actions ordinaires (hors auto-contrôle), de la Société apportées à l'Offre dont 12% à l'OPA et 88% à l'OPE ;
- Annulation des titres acquis dans le cadre de l'OPA (12%) ;
- Augmentation de capital au cours de l'exercice 2022 d'un montant de 20,3 M€, *i.e.* le montant des augmentations de capital de NEXTSTAGE EVERGREEN (cf. Tableau 19) ;
- Prise en compte des frais de financement et des coûts liés à l'Opération.

²⁶ Pour mémoire, la parité de conversion sera d'une ADP pour une action ordinaire nouvelle.

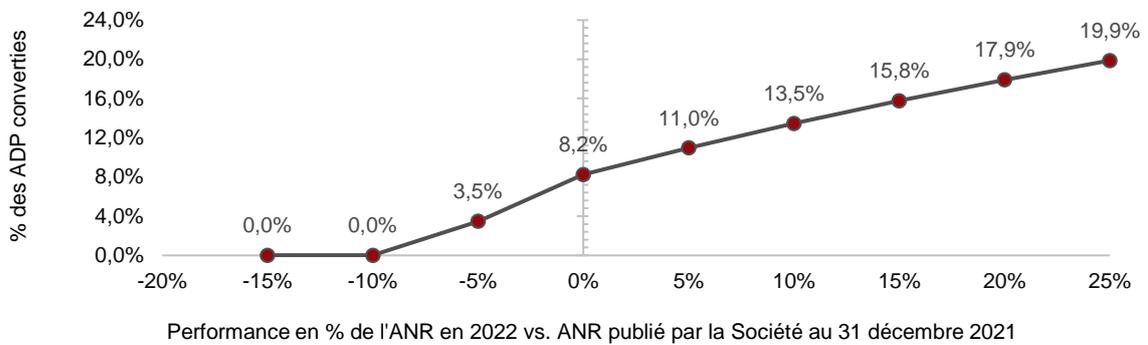


Figure 16 - Dilution théorique globale pour l'actionnaire du fait de la conversion d'ADP en AO au regard de la progression de l'ANR sur l'exercice 2022



Sources : Société, analyses FINEXSI

Figure 17 - % des ADP converties au regard de la progression de l'ANR sur l'exercice 2022



Sources : Société, analyses FINEXSI

À titre d'illustration, en considérant une stabilité, à périmètre constant, de l'ANR sur l'exercice 2022, la dilution globale serait de l'ordre de 2,7% pour l'actionnaire (soit 8,2% des ADP converties).

Il semble donc probable que l'actionnaire qui choisirait d'apporter ses actions à l'OPE se verrait diluer au titre de la conversion des ADP. Néanmoins cette dilution est à apprécier dans un contexte où l'actionnaire se donne l'opportunité (i) de participer à la création de valeur potentielle future de la société, (ii) d'accéder à un processus de liquidité qui lui permettra d'obtenir la pleine valeur de l'ANR contre une valeur décotée au regard du cours de bourse actuel et (iii) de bénéficier de l'objectif de l'Initiateur de mettre en place une politique de dividende visant à distribuer un montant de l'ordre de 25% des plus-values nettes réalisées au cours de l'exercice considéré.



8.3 Synthèse

Dans le cadre de l'OPE, il est proposé aux actionnaires de rémunérer les actions NEXTSTAGE apportées selon une parité d'une action de la Société contre une action de NEXTSTAGE EVERGREEN.

Cette parité s'appuie sur une valeur identique de l'action des deux sociétés.

S'agissant d'une entité créée pour les besoins de l'Opération dont le capital aura été constitué par des augmentations de capital réalisées à un prix de souscription moyen très proche de 108€ par action et dans la mesure où l'activité de NEXTSTAGE EVERGREEN en amont de la réalisation de l'Offre ne sera pas de nature à impacter sa valorisation, la valeur réelle de l'action de l'Initiateur s'établira à la date de réalisation de l'Opération à une valeur quasi identique au prix offert dans le cadre de l'OPA. Dès lors, la parité retenue dans le cadre de l'OPE résulte de la comparaison de valeurs relatives pertinentes.

Pour mémoire, nous notons par ailleurs que l'actionnaire qui n'aurait pas apporter ses titres à l'OPE n'aura plus l'opportunité de le faire dans le cadre de la réalisation du retrait obligatoire de la Société.

Dans le cadre de l'Opération, l'actionnaire qui apporterait ses titres à l'OPE peut choisir de rester exposé au portefeuille de la Société et pourra bénéficier de la création de valeur potentielle future de la société. Il aura en outre accès à un processus de liquidité organisé qui pourra lui permettre à court ou moyen terme de matérialiser la pleine valeur de l'ANR (avant décote de *holding*) de la Société et de bénéficier de la politique de dividende souhaitée par l'Initiateur. Nous rappelons que la rotation du capital flottant de la Société s'établit à un niveau très limité dans un contexte où le cours fait ressortir une décote sur l'ANR publié par la Société de 23,4%²⁷. Il résulte par ailleurs des modalités des statuts de l'Initiateur que l'actionnaire apportant à l'offre d'échange devrait être dilué au capital de NEXTSTAGE EVERGREEN dans le contexte de la modification des conditions de conversion des ADP.

²⁷ Au 20 juillet 2022.



Par souci de simplicité, nous avons présenté dans la figure ci-avant uniquement la fourchette de valeurs issue de la deuxième méthode susmentionnée dans la mesure où celle-ci encadre les valeurs résultant des deux autres approches.

FINEXSI a également retenu la méthode de l'ANR à titre principal, étant précisé que FINEXSI (i) s'est fondé sur la date des derniers comptes disponibles de la société, soit ceux au 31 décembre 2021 et (ii) a calculé la juste valeur du portefeuille au travers, dans la mesure du possible, d'une évaluation multicritères de chaque participation de NEXTSTAGE. FINEXSI a apprécié la décote de *holding* selon deux approches et n'a retenu que celle fondée sur les coûts de structure.

BNP PARIBAS retient la référence aux objectifs de cours des analystes à titre indicatif tandis que FINEXSI retient cette référence à titre secondaire.

FINEXSI présente le cours de bourse à titre secondaire tandis que l'Etablissement Présentateur le retient à titre principal.

FINEXSI retient par ailleurs à titre indicatif la référence à l'augmentation de capital de NEXTSTAGE EVERGREEN qui induit, au regard de la parité retenue pour l'OPE, une valeur par action NEXTSTAGE égale au prix de l'OPA soit 108€ par action.

La mise en œuvre des différents critères appelle plusieurs remarques de notre part.

9.2 Mise en œuvre des différentes méthodes de valorisation

9.2.1 L'Actif Net Réévalué

9.2.1.1 Méthodologie retenue

La principale différence réside dans le fait que FINEXSI a réévalué chaque participation du portefeuille selon des approches propres, ce qui n'est pas le cas de BNP PARIBAS qui a retenu le montant de l'ANR au 30 juin 2022 estimé par la Société. Cette différence méthodologique explique l'essentiel de l'écart observé avant impact de la décote de *holding*.

FINEXSI s'est par ailleurs fondé sur les comptes consolidés de la Société en date du 31 décembre 2021 ayant fait l'objet d'une certification sans réserve par ses commissaires aux comptes.

9.2.1.2 Nombre d'actions retenu

Le nombre d'actions retenu par l'Etablissement Présentateur et FINEXSI a été déterminé selon la même approche mais sont calculés à la date du Projet de Note d'Information pour l'Etablissement Présentateur et au 31 décembre 2021 pour FINEXSI qui fonde ses travaux sur les comptes consolidés de la Société à cette date.



9.2.1.3 Décote de holding

Par les coûts d'exploitation

FINEXSI et l'Établissement Présentateur ont tous deux mis en œuvre cette approche. Ce dernier actualise à l'infini uniquement les coûts d'exploitation récurrents estimés à 4,9 M€ (soit 2% de l'ANR au 30 juin 2022 estimé par la Société) tandis que FINEXSI retient comme référence les coûts récurrents²⁸ moyens de la *holding* sur les trois dernières années (soit 4,4 M€).

L'Établissement Présentateur et FINEXSI retiennent tous deux un taux de croissance à l'infini nul. FINEXSI retient un coût des fonds propres de 9,0% contre 10,60% pour BNP PARIBAS.

Cette approche induit une décote de *holding* implicite de 19,6% pour BNP PARIBAS. Pour notre part, nous retenons une fourchette de décote comprise entre 18,0% et 20,0%.

Comparables boursiers

BNP PARIBAS a retenu un échantillon de sept comparables boursiers dont ALTAMIR, ALTUR INVESTISSEMENT, IDI, LUXEMPART, PEUGEOT INVEST, PRINCESS PRIVATE EQUITY et WENDEL.

La décote de *holding* s'établit dans une fourchette comprise entre 15,5% et 48,6% soit une moyenne à 1 an de 33,6%, tandis que celle déterminée par FINEXSI s'établit à 25% en moyenne depuis décembre 2016 (date de l'introduction en bourse de NEXTSTAGE) sur la base d'un échantillon composé de 8 comparables boursiers incluant notamment NEXTSTAGE. En effet, notre échantillon se restreint aux *holdings* d'investissement ayant une capitalisation boursière inférieure à 1 Md€, et dont la majorité des actifs sous-jacents correspond à des participations plutôt minoritaires dans des sociétés non cotées. Pour ces raisons, nous n'avons pas retenu LUXEMPART, PEUGEOT INVEST et WENDEL.

Transactions comparables

BNP PARIBAS a également calculé la décote de *holding* selon une autre approche, par référence aux transactions qu'il a jugé comparables, à savoir l'Offre Publique d'Achat sur la société ALTAMIR ayant eu lieu en 2018 et l'Offre Publique d'Achat sur la société ALTUR INVESTISSEMENT réalisée en 2021. Ces deux offres publiques extériorisent respectivement une décote de *holding* de 19,1% et de 39,4%, soit une moyenne de 29,2%.

FINEXSI n'a pas retenu cette approche pour les raisons susmentionnées (§ 7.1.4).

9.2.1.4 Résultats de l'ANR par action ordinaire

Les différentes approches de calcul des décotes de *holding* retenues (par les coûts d'exploitation, les comparables boursiers et les transactions comparables) par BNP PARIBAS font état d'une fourchette comprise entre 60,45€ et 99,36€ pour l'ANR par action ordinaire de la Société, le prix d'Offre extériorisant ainsi une prime de +78,7% sur la borne basse et de +8,7% sur la borne haute.

²⁸ Hors honoraires et frais sur acquisitions et cessions d'actifs.



FINEXSI retient une fourchette comprise entre 95,6€ et 105,6€ pour l'ANR par action ordinaire de la Société. Le prix d'Offre en numéraire de 108€ induit ainsi une prime de +13,0% sur la borne basse et une prime de +2,2% sur la borne haute des résultats de cette approche.

9.2.2 Objectif de cours des analystes

La référence aux objectifs de cours des analystes suivant le titre NEXTSTAGE par l'Etablissement Présentateur n'appelle pas de commentaire particulier de notre part, dans la mesure où nos analyses se fondent sur les mêmes notes.

9.2.3 Analyse du cours de bourse

L'analyse du cours de bourse mise en œuvre par l'Etablissement Présentateur appelle les commentaires suivants de notre part.

BNP PARIBAS retient le cours de clôture au 18 juillet 2022 comme base d'analyse tandis que nous retenons la date du 20 juillet 2022.

À noter que l'Etablissement Présentateur mène une analyse de la liquidité du titre NEXTSTAGE sur une période de 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois précédant la date susmentionnée, en retenant également le plus bas et le plus haut atteints sur cette période. FINEXSI n'a pas retenu le plus bas ni le plus haut atteint sur cette période et présente également les CMPV 2 mois et 60 séances de cours de bourse. Nous notons de très faibles écarts sur les périodes de CMPV que nous affichons en commun.

10. Accords connexes

Nous avons procédé à l'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation de l'Offre, tels que présentés dans le Projet de Note d'Information, afin d'apprécier si ces accords comportaient des dispositions financières susceptibles de remettre en cause le caractère équitable de l'Opération.

Le Projet de Note d'information indique : « Aux termes d'engagements d'apport conclus avec l'Initiateur, certains actionnaires de la Société se sont engagés à apporter à l'Offre Publique d'Échange tout ou partie de leur participation dans la Société tel que suit :

Actionnaires	Nb actions objet d'un engagement d'apport l'OPE	Nombre total d'actions détenues	% capital à apporter
AMUNDI – FONDS PROPRES	150 000	150 000	7,23%
AMUNDI – AMUNDI OPPORTUNITIES	70 900	70 900	3,42%
AMUNDI – AMUNDI RESA ACTIONS INTERNATIONALES	40 908	40 908	1,97%
AMUNDI – AMUNDI CONVICTIONS ESR	35 066	35 066	1,69%
AMUNDI – AMUNDI CAP FUTUR	17 103	17 103	0,82%
Arnaud FLECCHIA ⁽¹⁾	2 000	4 000	0,10%
AXA France Vie	40 000	40 000	1,93%
FCPR AXA Avenir Entrepreneurs	54 945	54 945	2,65%
AXA Investment Managers Paris	58 376	58 376	2,82%
Amar Family Office	13 636	13 636	0,66%
COMIR	125 000	125 000	6,03%
CPR AM – CPR CROISSANCE DEFENSIVE	68 180	68 180	3,29%
CPR AM – CPR CROISSANCE REACTIVE	68 180	68 180	3,29%
Didier BRUNELIN	13 000	13 000	0,63%
Emmanuel de CHILLAZ	5 208	5 208	0,25%
Hamed Kanoo CO. LLC	57 695	57 695	2,78%
Matignon Développement 3 (Axa)	171 780	171 780	8,28%
Mazen AL TAMIMI	3 705	3 705	0,18%
NextStage Croissance	329 388	374 304	15,88%
Pascal MACIOCE	5 208	5 208	0,25%
SCPO	8 333	8 333	0,40%
Soparcif	2 797	2 797	0,13%
Ste Civile Chapoulart et Cie	5 182	5 182	0,25%
Mag Seven Ltd	23 258	23 258	1,12%
Ayman TAMER	13 636	13 636	0,66%
Taymour TAMER	13 636	13 636	0,66%
Temaris	142 833	142 833	6,89%
Xavier HUILLARD	9 800	9 800	0,47%
Téthys	189 212	189 212	9,12%
FGTI ⁽¹⁾	85 043	127 564	4,10%
Total	1 824 008	1 913 445	87,96%

⁽¹⁾ NextStage Croissance, Arnaud Flecchia et le FGTI ayant fait part à l'Initiateur de leur intention d'apporter le solde de leur participation dans la Société à l'Offre Publique d'Achat



A l'exception des accords décrits ci-dessus, l'Initiateur n'a connaissance et n'est partie à aucun accord lié à l'Offre et susceptible d'exercer une influence sur l'appréciation de l'Offre ou de son issue. »

Dès lors, nous notons qu'à la date du Projet de Note d'Information, 87,96% des actionnaires se sont engagés contractuellement à participer à l'OPE, étant rappelé que le seuil de renonciation s'établit à 2/3 du capital et des droits de vote sur une base totalement diluée (§1.2.2.4).

Nous avons obtenu les différents engagements d'apport conclus avec lesdits actionnaires. Ces engagements ne comportent aucune contrepartie financière ou autre, au bénéfice de telle ou telle partie prenante, ni aucune disposition de nature à remettre en cause le caractère équitable de l'Opération pour les différents groupes d'actionnaires.

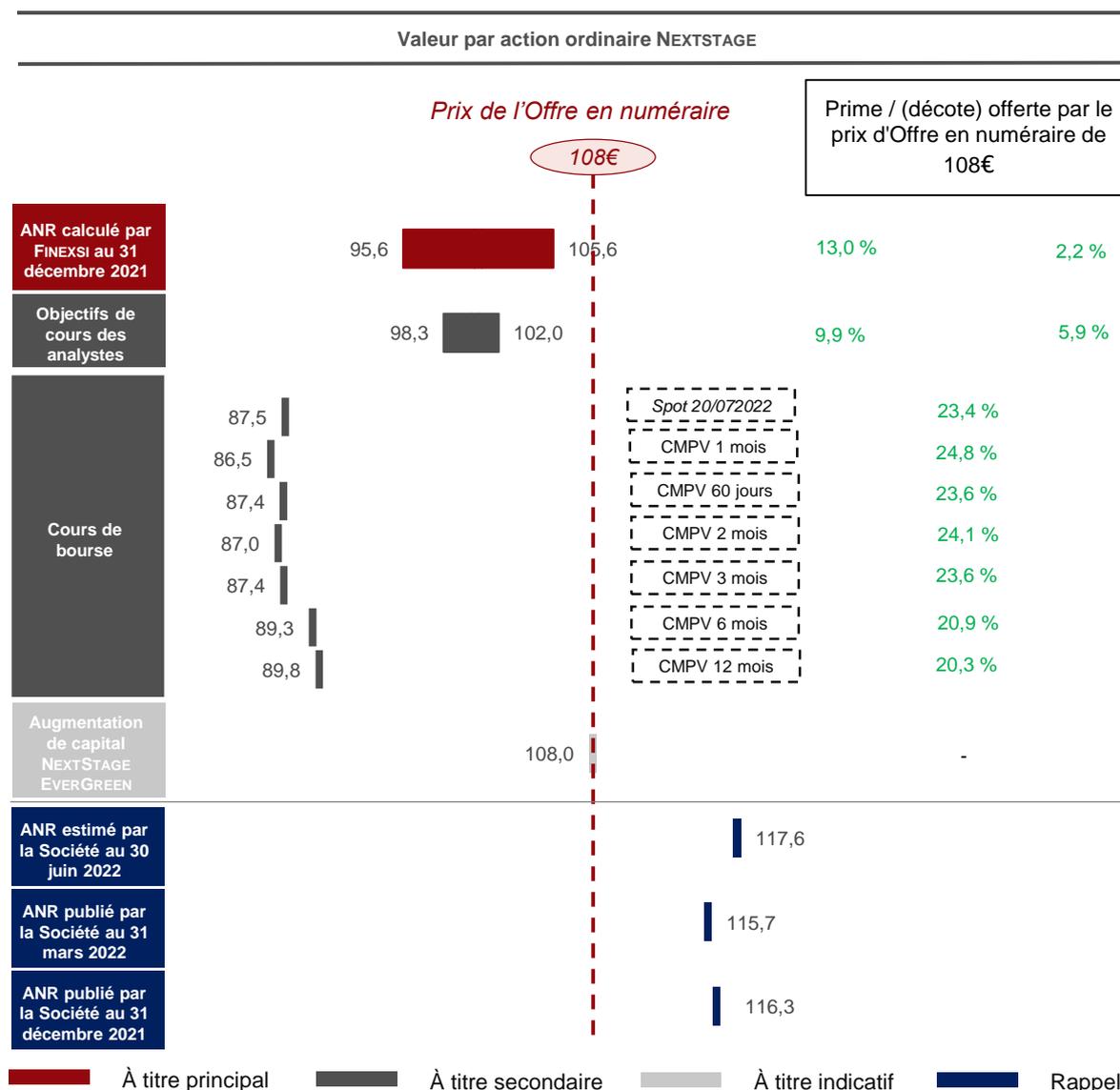
Il nous a été confirmé par ailleurs qu'il n'existait aucun autre accord connexe à l'Opération, autre que les engagements d'apport susmentionnés.

11. Synthèse de nos travaux d'évaluation et appréciation sur le caractère équitable de l'Opération

11.1 Synthèse

À l'issue de nos travaux, le prix d'Offre en numéraire de 108€ par action ordinaire extériorise les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultantes des différents critères d'évaluation qui ont été retenus.

Figure 19 - Synthèse des travaux d'évaluation réalisés par FINEXSI



Source : analyses FINEXSI



11.2 Conclusion

Nous rappelons que la présente Offre volontaire est composée de deux branches, une OPE par laquelle les actionnaires de la Société pourront échanger 1 action ordinaire NEXTSTAGE contre 1 action ordinaire NEXTSTAGE EVERGREEN, et une OPA aux termes de laquelle les actionnaires de la Société pourront céder leurs actions ordinaires NEXTSTAGE à un prix unitaire de 108€.

En ce qui concerne l'Offre Publique d'Echange

L'OPE a pour objectif de permettre aux actionnaires de NEXTSTAGE de participer à la poursuite de leur investissement au sein d'une nouvelle société non cotée ayant une stratégie en ligne avec celle de la Société et avec une gouvernance dont il est envisagé qu'elle soit substantiellement similaire à celle actuellement en place.

Nous rappelons que l'Initiateur bénéficie d'engagements d'apports à l'offre d'échange lui assurant d'ores et déjà une participation de 87,96% du capital de la Société à l'issue de la réalisation de l'Offre. Par ailleurs, sans qu'il ne s'agisse d'engagements formels, NEXTSTAGE CROISSANCE, Arnaud FLECCHIA et FGTI ont indiqué leur volonté de participer à l'OPA pour le solde de la participation qu'ils détiennent dans la Société (soit 4,31% des actions ordinaires), de sorte que l'Initiateur devrait détenir a minima 92,28% des actions ordinaires à l'issue de l'Offre. Dans ce contexte, l'atteinte du seuil de déclenchement du retrait obligatoire semble acquise.

Les actionnaires qui le souhaitent peuvent apporter leurs actions NEXTSTAGE à l'Initiateur sur la base d'une parité d'une action de la Société contre une action NEXTSTAGE EVERGREEN.

Cette parité repose sur des valeurs de NEXTSTAGE et de l'Initiateur égales au prix offert dans le cadre de l'OPA, soit une valeur de 108€ par action.

S'agissant d'une entité créée pour les besoins de l'Opération dont le capital a été constitué par des augmentations de capital réalisées à un prix moyen de souscription quasi-identique au prix de l'OPA et dans la mesure où l'activité de NEXTSTAGE EVERGREEN en amont de la réalisation de l'Offre ne sera pas de nature à impacter sa valorisation, la valeur réelle de l'action de l'Initiateur s'établira à la date de réalisation de l'Opération à un montant quasi-égal à 108€, soit le montant proposé aux actionnaires qui apporteraient leurs titres à l'OPA.

La parité retenue dans le cadre de l'OPE résulte donc de la comparaison de valeurs relatives pertinentes.

Dans le cadre de l'Opération, l'actionnaire qui apporterait ses titres à l'offre d'échange (i) pourra rester exposé au portefeuille de la Société et ainsi bénéficier de la création de valeur potentielle future de la société, (ii) aura accès à un processus de liquidité organisé lui permettant de matérialiser à terme la pleine valeur de l'ANR (avant décote de *holding*) et (iii) pourra bénéficier de la politique de dividende souhaitée par l'Initiateur. Dans le contexte de la sortie de cote de la Société, les critères de performance régissant la conversion des ADP seront indexés sur l'ANR de la nouvelle entité, et plus sur le cours de bourse, ce qui devrait probablement conduire à une dilution des actionnaires de la société.

Ces éléments sont à apprécier au regard de la situation actuelle des actionnaires avec (i) une faible rotation du flottant de la Société limitant la liquidité des titres détenus par ces derniers et (ii) un cours de l'action NEXTSTAGE faisant ressortir sur une période récente une décote sur l'ANR publié de l'ordre de 23,4%.



Pour mémoire, nous notons par ailleurs que l'actionnaire qui n'aurait pas apporté ses titres à l'OPE n'aura plus l'opportunité de le faire dans le cadre de la réalisation du retrait obligatoire de la Société.

En ce qui concerne l'Offre Publique d'Achat

L'offre alternative dont le prix proposé de 108€ par action ordinaire en numéraire extériorise une prime de +13,0% par rapport à la borne basse et une décote de +2,2% par rapport à la borne haute de l'ANR *standalone* présenté à titre principal, laquelle intègre une décote de *holding* limitée.

Pour mémoire, la décote induite par le prix de l'Offre en numéraire sur notre ANR par action ordinaire avant décote de *holding* ressort dans une fourchette de 9,6% à 16,2%, très inférieure aux décotes usuellement constatées sur les sociétés comparables cotées.

Au cas d'espèce, le prix de la branche numéraire permet donc à l'actionnaire d'accéder à la liquidité à une valeur de l'ANR moyennant une décote inférieure à celles extériorisées par le marché sur des titres cotés comparables et, en cohérence, à un prix substantiellement supérieur au cours de bourse quelles que soient les périodes examinées.

En effet, si la référence au cours de bourse est présentée à titre secondaire du fait de la faible liquidité du titre NEXTSTAGE, on peut toutefois relever que le prix d'Offre fait état de primes significatives comprises entre +20,3% et +24,8% par rapport aux moyennes sur les douze derniers mois.

Enfin, le prix d'Offre extériorise une prime de +9,9% par rapport à la borne basse des objectifs de cours des analystes présentée à titre secondaire et une prime de +5,9% par rapport à la borne haute.

Pour mémoire, la valeur de l'action de la Société induite par l'augmentation de capital souscrite par PEPITES ET TERRITOIRES en numéraire d'un montant d'environ 19 M€ est égale au prix de l'OPA.

Dans ce contexte, l'Offre Publique d'Achat permet aux actionnaires de la Société de bénéficier d'une liquidité immédiate à un prix reflétant une prime sur l'ensemble des critères de valorisation retenus.

En ce qui concerne les accords connexes

L'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation de l'Offre, tels que présentés dans le Projet de Note d'Information, à savoir les engagements d'apport à l'Offre d'échange de certains actionnaires de la Société, n'a pas fait apparaître de disposition de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'Opération d'un point de vue financier.

À notre connaissance il n'existe pas d'autre accord connexe qui serait conclu dans le cadre de l'Offre.



En conséquence, dans le contexte actuel, et sur la base de ces éléments d'appréciation, nous sommes d'avis que la parité offerte de 1 action NEXTSTAGE contre 1 action NEXTSTAGE EVERGREEN dans le cadre de l'OPE et les termes et conditions de l'OPA, sont équitables d'un point de vue financier pour les actionnaires de NEXTSTAGE, y compris, le cas échéant, dans le cadre du Retrait Obligatoire.

Fait à Paris le 26 juillet 2022,

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

Olivier PERONNET

Associé

Annexe : Présentation de FINEXSI et de la mission

Présentation du cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

L'activité de FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER (FINEXSI) s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'Ordre des Experts Comptables et la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Elle regroupe principalement les activités suivantes :

- Commissariat aux comptes ;
- Acquisitions et cessions d'entreprises ;
- Apports et fusions ;
- Evaluation et expertise indépendante ;
- Assistance dans le cadre de litiges.

Pour mener à bien ces missions, le cabinet emploie des collaborateurs dont l'essentiel à un niveau d'expérience et d'expertise élevé dans chacune de ces spécialités.

Le cabinet FINEXSI est indépendant et n'appartient à aucun groupe ou réseau.

Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées par le cabinet FINEXSI au cours des 18 derniers mois

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) présentatrice(s)	Opération	Banque(s) conseil ⁽¹⁾
déc.-20	Europcar Mobility Group	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée et augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription	Rothschild & Co
janv.-21	Dalet	Dalet Holding	Alantra Capital Markets	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
mars-21	Vallourec	N/A	N/A	Projets d'Augmentation de capital avec maintien du Droit Préférentiel de Souscription et d'augmentation de capital réservée à certains créanciers	Rothschild & Co
mai-21	Tarkett	Tarkett Participations	BNPP, Crédit Agricole CIB, Rothschild Martin Maurel, Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
juin-21	Bourrelrier Group	M14	Invest Securities	Offre Publique de Retrait	-
juin-21	Suez	Veolia	HSBC, Crédit Agricole CIB, Morgan Stanley, Bank of America	Offre Publique d'Achat	Goldman Sachs Rothschild & Co
juin-21	Bel	Unibel SA	BNP Paribas	Offre Publique de Retrait	Parella Weinberg Partners
juil.-21	SFL	Inmobiliaria Colonial	Morgan Stanley	Offre Publique Mixte Simplifiée	Natixis Partners
août-21	Genkyotex	Calliditas Therapeutics AB	Bryan, Garnier & Co	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	-
nov.-21	Prodware	Phast Invest	Banque Degroof Petercam	Offre Publique d'Achat	-
nov.-21	SQLI	DBAY Advisors	Messier & Associés	Offre Publique d'Achat	Rothschild & Co
déc.-21	LV Group	LVMH	Natixis	Offre Publique de Retrait	-
mai-22	Pierre & Vacances Center Parcs	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée et augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription	
mai-22	Figeac Aero	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée à Tikehau Ace Capital	N/A
mai-22	Ucar	Goa LCD (filiale de Cosmobilis)	Rothschild Martin Maurel	Offre Publique d'Achat	Rothschild & Co

⁽¹⁾ : si différent de la banque présentatrice



Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers en application de l'article 263-1 de son Règlement Général.

Par ailleurs, FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER applique des procédures visant à protéger l'indépendance du cabinet, éviter les situations de conflits d'intérêts et contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

Montant de la rémunération perçue et nombre d'heures

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 160 k€, hors taxes, frais et débours.

Description des diligences effectuées et programme de travail

Le programme de travail détaillé suivant a été mis en œuvre :

- 1 - Prise de connaissance de l'Opération et acceptation de la mission : objectifs et modalités de l'Opération ;
- 2 - Appréciation du contexte spécifique de l'Opération et échanges avec le management de la Société ;
- 3 - Collecte des informations et des données nécessaires à la mission : prise de connaissance des données sectorielles, analyse du marché du capital-investissement, etc. ;
- 4 - Prise de connaissance et analyse de la documentation comptable et financière de la Société ;
- 5 - Mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères de NEXTSTAGE qui comprend notamment :
 - L'analyse des risques et opportunités identifiés pour NEXTSTAGE, susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse est présentée sous la forme d'une matrice SWOT ;
 - Le choix motivé des critères d'évaluation (exclus/retenus) ;
 - L'évaluation de chaque participation au travers d'une évaluation multicritères lorsque possible (DCF, somme des parties, comparables boursiers, le cas échéant) ;
 - L'analyse et la prise en compte d'une décote de *holding* déterminée selon deux approches, par les comparables boursiers et par l'actualisation des coûts de structure ;
 - La référence aux objectifs de cours des analystes suivant le titre NEXTSTAGE ;
 - La référence au cours de bourse de la Société ;
 - Des tests de sensibilité sur les hypothèses structurantes considérées.



- 6 - Analyse critique du rapport d'évaluation de l'Etablissement Présentateur (BNP PARIBAS) :
- 7 - Analyse des accords connexes susceptibles d'impacter le caractère équitable de l'Opération ;
- 8 - Analyse du document d'exemption ;
- 9 – Obtention des lettres d'affirmation de la Société et de l'Initiateur ;
- 10 – Revue indépendante
- 11 – Rédaction du rapport présenté sous la forme d'une attestation d'équité.

Rappel des principales réunions tenues :

27 mars 2022	Désignation de FINEXSI en tant qu'Expert Indépendant par le Conseil de Surveillance de NEXTSTAGE, par recommandation du comité <i>ad hoc</i>
3 mai 2022	Réunion de travail avec le management de la Société et un ou plusieurs directeurs de participations du portefeuille
6 mai 2022	Réunion de travail avec le management de la Société et un ou plusieurs directeurs de participations du portefeuille
9 mai 2022	Réunion de travail avec le management de la Société et un ou plusieurs directeurs de participations du portefeuille
10 mai 2022	Réunion de travail avec le management de la Société et un ou plusieurs directeurs de participations du portefeuille
12 mai 2022	Réunion de travail avec le management de la Société et un ou plusieurs directeurs de participations du portefeuille
16 mai 2022	Réunion de travail avec le management de la Société et un ou plusieurs directeurs de participations du portefeuille en présence de l'Etablissement Présentateur
30 mai 2022	Réunion de travail avec l'Etablissement Présentateur sur des sujets de valorisation
3 juin 2022	Réunion de travail avec l'Etablissement Présentateur et les conseils juridiques de la Société.
8 juin 2022	Point d'étape avec le comité <i>ad hoc</i> .
30 juin 2022	Réunion de travail avec le management de la Société et un ou plusieurs directeurs de participations du portefeuille en présence de l'Etablissement Présentateur
22 juillet 2022	Finalisation de la revue qualité de notre rapport.
25 juillet 2022	Remise d'une version finalisée de notre projet de rapport et présentation de nos conclusions au comité <i>ad hoc</i> puis au Conseil de Surveillance.
26 juillet 2022	Réception des lettres d'affirmation signées par NEXTSTAGE et NEXTSTAGE EVERGREEN
26 juillet 2022	Remise de notre attestation d'équité.



Liste des personnes rencontrées ou contactées

NEXTSTAGE

- Monsieur Grégoire SENTILHES, Président ;
- Monsieur Jean-Marc MORIANI, *Senior Partner* ;
- Monsieur Pascal MACIOCE, *Senior Partner* ;
- Monsieur Aloys DE FONTAINES, Associé ;
- Monsieur Michael STRAUSS-KAHN, Associé ;
- Monsieur Jérôme BEVIERRE, Directeur Administratif et Financier ;
- Monsieur Charles OUAKNINE, Directeur juridique ;
- Madame Agathe ANQUETIL, *Associate* ;
- Madame Mounia HAKAM, *Associate* ;
- Madame Marie-Pauline NOEL, Analyste.

Comité *ad hoc* de NEXTSTAGE

- Madame Valérie CHAPOULAUD-FLOQUET, membre indépendant ;
- Monsieur Patrice COUVEGNES, membre indépendant ;
- Monsieur Jean-François SAMMARCELLI, membre indépendant.

BNP PARIBAS, Etablissement Présentateur

- Monsieur Marc DEMUTH, Associé-Gérant ;
- Monsieur Guillaume MATHE, Associé-Gérant ;
- Monsieur Joris ESTORGUES, Vice-Président ;
- Monsieur Eric PAUL, Vice-Président ;
- Monsieur Thibault GUGLIERI, *Associate* ;
- Monsieur Nicolas MARION, Analyste ;
- Monsieur Emile-Cyrius MANGOUA, Analyste.



CLIFFORD CHANCE, conseil juridique de NEXTSTAGE

- Monsieur Gilles LEBRETON, Avocat-Associé ;
- Madame Catherine NAROZ, Avocate.

JONES DAY, conseil juridique de la NEXTSTAGE

- Monsieur Florent BOUYER, Avocat-Associé ;
- Monsieur Pierre LARCHER, Avocat.

Principales sources d'information utilisées

Informations communiquées par les différentes parties prenantes

- Documents de Référence 2016 à 2018, et Documents d'Enregistrement Universel 2019, 2020 et 2021 de NEXTSTAGE ;
- Communiqués de presse de la Société ;
- Organigramme du Groupe au 31 mars 2022 ;
- Projections 2021-2026 de NEXTSTAGE établies en date du 8 novembre 2021 par le management ;
- Statuts juridiques et procès-verbaux d'assemblées générales ;
- Procès-verbaux des organes de gouvernance ;
- Conventions de gestion des ADP C ;
- Documentation juridique, comptable et financière de chaque participation le cas échéant ;
- Ensemble de la documentation relative à l'Opération ;
- Documentation juridique relative aux accords connexes ;
- Notes d'analystes suivant le titre NEXTSTAGE ;
- Projet de note d'information ;
- Projet de note en réponse.



Informations de marché

- Cours de bourse, comparables boursiers, consensus de marché : CAPITAL IQ, rapports annuels et trimestriels des sociétés comparables et notes d'analystes ;
- Données de marchés (taux sans risque, prime de risque, bêta, etc.) : CAPITAL IQ, ASSOCIES EN FINANCE, BANQUE DE FRANCE ;
- Autres : études XERFI.

Base de données

- CAPITAL IQ ;
- XERFI.

Personnel associé à la réalisation de la mission

Le signataire, Monsieur Olivier PERONNET (Associé), a notamment été assisté de Monsieur Marc de LA BEDOYERE (*Senior Manager*), Monsieur Arthur LANDES (*Associate*), et Monsieur Ernst POKOSSY (*Analyst*).

La revue qualité a été effectuée par Monsieur Lucas ROBIN, Associé du cabinet, qui n'a pas participé aux travaux d'évaluation.

Il a été désigné au début de la mission et tenu informé des points d'attention ou difficultés identifiés au cours de la mission jusqu'à la sortie du rapport. Son rôle est de s'assurer du respect de la qualité des travaux et des bonnes pratiques en matière d'évaluation. Ses diligences ont principalement consisté en :

- La revue de la procédure d'acceptation de la mission et de l'évaluation de l'indépendance du cabinet ;
- La revue des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'équipe et des conclusions issues de ces travaux ;
- La revue des documents permettant le fondement de l'opinion de l'associé signataire et l'appréciation du format et de la conclusion du rapport.

Ses travaux ont fait l'objet d'une formalisation écrite et d'échanges avec l'associé signataire.



Lettre de mission

DocuSign Envelope ID: 114D95D1-7737-45C2-B286-A3105997DFF3



FINEXSI
A l'attention de Monsieur Olivier
PERONNET
14, rue de Bassano
75116 PARIS

Paris, le 20 juillet 2022

Cher Monsieur,

Nous faisons suite à la décision prise le 16 mai 2022 par le Conseil de Surveillance de NEXTSTAGE, Société en Commandite par Actions (SCA) de droit français, au capital social de 8.275.206 euros, dont le siège social est situé 19, avenue George V à Paris (75008), immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris, sous le numéro 810 875 039 (ci-après « NEXTSTAGE » ou la « Société ») de nommer le cabinet FINEXSI en tant qu'expert indépendant dans le cadre d'un projet d'offre publique alternative, composée d'une offre publique d'échange (« OPE ») et d'une offre publique d'achat (« OPA »), visant l'intégralité des actions de la Société¹ (ci-après l'« Offre »). Cette Offre serait déposée par NEXTSTAGE EVERGREEN, Société en Commandite par Actions à capital variable de droit français qui sera constituée antérieurement à l'Offre, au capital social de 37.002,00 euros, dont le siège social sera situé 19, avenue George V à Paris (75008) (ci-après « NEXTSTAGE EVERGREEN » ou l'« Initiateur »).

Objectifs et cadre réglementaire de votre mission

Votre mission consistera en la remise d'un rapport d'expertise indépendante, qui comprendra en conclusion une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre et répondant aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, des instructions d'application n°2006-07 et n°2006-08 relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante, ainsi que la recommandation AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (ci-après la « Mission »).

Cette expertise indépendante vise à apprécier le prix des titres NEXTSTAGE et la parité d'échange qui seront proposés, respectivement dans le cadre de de l'OPA et de l'OPE, aux actionnaires minoritaires et à vous prononcer sur l'équité des conditions financières de l'Offre. Il devra permettre au conseil de surveillance de la Société d'apprécier les conditions financières de l'Offre afin de rendre un avis motivé.

¹ A l'exception des actions auto détenues et des actions de préférence de la Société.



Plus précisément, votre intervention est requise au titre des dispositions suivantes de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF :

- 261-1 I 2° en raison de l'existence d'accords avec l'Initiateur susceptibles d'affecter l'indépendance des dirigeants de la Société ;
- 261-1 I 4° en raison de l'existence d'opérations connexes à l'Offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre, i.e. les engagements d'apport à l'Offre conclus avec certains actionnaires.
- 261-1 II en raison de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire sous réserve des dispositions de l'article 237-3 le cas échéant.

Calendrier envisagé de l'opération

Votre mission s'inscrira dans le calendrier suivant :

Avril 2022 :	Début de la Mission
Juillet 2022 :	Remise de votre projet de rapport finalisé
25 juillet 2022 :	Remise du rapport définitif Conseil de surveillance de NEXTSTAGE émettant son avis motivé sur le projet d'Offre
27 juillet 2022 :	Dépôt du projet de note d'information et du projet de note en réponse
6 septembre 2022 :	Collège de l'AMF

Nous avons compris de nos échanges que vous disposiez des ressources nécessaires pour accomplir cette mission dans les délais impartis, étant précisé que l'article 262-1 II du Règlement général de l'AMF prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation. Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport.

Le calendrier prévu est conforme à ce délai.

Diligences à effectuer

Les diligences qui seront mises en œuvre par FINEXSI dans le cadre de la Mission comprendront notamment, conformément aux dispositions du règlement général de l'AMF susvisé et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées les 19 octobre 2006, 27 juillet 2010 et 10 février 2020 :

NextStage AM
19 Av. George V, 75008 Paris
Tél. : +33(0) 53 93 49 40

nextstage-am.com

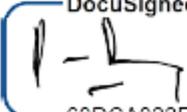
NextStage ^{AM}

- Des entretiens réguliers avec le management de la Société et le Conseil de surveillance ;
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères de la Société (analyse du cours de bourse, ANR, objectifs de cours des analystes, transactions récentes sur le capital de la Société...);
- L'analyse critique du rapport d'évaluation préparé par l'établissement présentateur de l'Offre ;
- L'examen de l'incidence des accords et opérations connexes sur l'appréciation des termes de l'Offre, conformément aux alinéas 2 et 4 de l'article 261-1 I du Règlement général précité ;
- L'établissement d'un rapport dont la conclusion sera présentée sous forme d'une attestation d'équité ;
- La gestion des potentiels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires et l'AMF.

Conflit d'intérêt

Sur la base des informations portées à notre connaissance, nous comprenons que le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 relative à l'expertise indépendante.

Veuillez agréer, Monsieur, l'expression de nos salutations distinguées.

DocuSigned by:

69DCA922E467497...
Nom : Grégoire Sentilles
Fonction : Président